

# LA ECONOMÍA ESPAÑOLA EN 2019

# 2020

BANCO DE **ESPAÑA**  
Eurosistema

Documentos Ocasionales  
N.º 2011

Dirección General de Economía y Estadística



# LA ECONOMÍA ESPAÑOLA EN 2019

Dirección General de Economía y Estadística <sup>(\*)</sup>

BANCO DE ESPAÑA

(\*) En la elaboración de este documento ocasional han participado Pana Alves, Pablo Burriel, José A. Cuenca, José Luis Fernández, Coral García, Mario Izquierdo, César Martín, Carmen Martínez Carrascal, Enrique Moral Benito, Carmen Sánchez Carretero e Isabel Sánchez, bajo la coordinación de Ana Gómez Loscos.

Documentos Ocasionales. N.º 2011

2020

La serie de Documentos Ocasionales tiene como objetivo la difusión de trabajos realizados en el Banco de España, en el ámbito de sus competencias, que se consideran de interés general.

Las opiniones y análisis que aparecen en la serie de Documentos Ocasionales son responsabilidad de los autores y, por tanto, no necesariamente coinciden con los del Banco de España o los del Eurosistema.

El Banco de España difunde sus informes más importantes y la mayoría de sus publicaciones a través de la red Internet en la dirección <http://www.bde.es>.

Se permite la reproducción para fines docentes o sin ánimo de lucro, siempre que se cite la fuente.

© BANCO DE ESPAÑA, Madrid, 2020

ISSN: 1696-2230 (edición electrónica)

## Resumen

La economía española mantuvo un comportamiento expansivo en 2019, si bien su ritmo de crecimiento fue algo inferior al de 2018. Esta moderación fue resultado del menor dinamismo de la demanda interna, que contrarrestó el repunte de la contribución del sector exterior. La desaceleración de la demanda interna reflejó la evolución del consumo privado y de la inversión, mientras que la aportación de la demanda externa se explica por la ralentización de las importaciones y el avance algo mayor de las exportaciones. En línea con estos desarrollos, la creación de empleo aminoró su expansión. Con todo, la economía española presentó mayor resistencia al deterioro del entorno exterior que el área del euro, de manera que conservó un diferencial de crecimiento positivo. Por su parte, las presiones inflacionistas se mantuvieron contenidas, a pesar del ascenso de los costes laborales unitarios. En este contexto, la economía española presentaba a principios de 2020 una trayectoria de moderación gradual del ritmo de su crecimiento hacia su tasa potencial. Estas perspectivas económicas se han visto completamente alteradas por la crisis sanitaria global provocada por la pandemia del Covid-19, que afecta con virulencia a un número muy amplio de países, incluida España, e implica una disrupción muy severa de la actividad económica, cuya duración e intensidad está rodeada actualmente de una gran incertidumbre.

**Palabras clave:** economía española, consumo, inversión, exportaciones, importaciones, déficit, precios, empleo.

**Códigos JEL:** A10, E21, E22, E24, H6, E31.

## Abstract

The Spanish economy prolonged its expansionary phase in 2019. However, its growth rate moderated, due to the loss of momentum of domestic demand, which counteracted the larger contribution of the external sector. The deceleration of internal demand reflected the lower dynamism of private consumption and investment, while the external demand contribution was the result of an easing in imports and some acceleration in exports. In line with these developments, employment creation grew at a slower pace. In any case, the Spanish economy showed greater resilience to the deterioration of the external context than the euro area, and hence kept its positive growth differential. Inflationary pressures remained contained in spite of the increase in unit labour costs. Against this background, the Spanish economy moved in early 2020 on a progressively decelerating path towards its potential growth rate. This outlook has been completely changed by the global health crisis caused by COVID-19. It has affected with virulence a large number of countries, including Spain, and is severely disrupting economic activity. The duration and intensity of the crisis is currently shrouded in great uncertainty.

**Keywords:** Spanish economy, investment, exports, imports, deficit, prices, employment.

**JEL classification:** A10, E21, E22, E24, H6, E31.

## Índice

Resumen 5

Abstract 6

1 Introducción 8

2 Factores explicativos del mayor dinamismo de la economía española frente a la zona del euro 11

3 La pérdida de vigor de la demanda interna 15

4 La aportación positiva del sector exterior 22

5 La evolución de las finanzas públicas 29

6 Costes y precios: la prolongación del escenario de baja inflación 32

7 La desaceleración del empleo 37

Recuadro 1 La mayor resistencia de la economía española en 2019 en comparación con el área del euro: una perspectiva sectorial 39

Bibliografía 42

## 1 Introducción

La economía española ha sufrido una fortísima perturbación al inicio de 2020 que ha truncado la dinámica expansiva iniciada a finales de 2013<sup>1</sup>. En 2019 mantuvo un dinamismo elevado. El producto interior bruto (PIB) creció un 2 %, 0,4 pp menos que en 2018. Este comportamiento expansivo se sustentó en la contribución positiva tanto de la demanda interna (que fue, no obstante, menor que en 2018) como del sector exterior. Respecto a las presiones inflacionistas, estas continuaron siendo modestas. Por su parte, el empleo siguió aumentando, aunque a un ritmo inferior al de años anteriores, de forma que la tasa de desempleo se redujo hasta situarse en el 13,8 % a finales de año.

En el conjunto de 2019, la economía española presentó una mayor resistencia al aumento de la incertidumbre y las tensiones comerciales a escala global que el área del euro, de manera que mantuvo por sexto año consecutivo un diferencial de crecimiento positivo frente a la Unión Económica y Monetaria (UEM). La eurozona creció un 1,2 %, 0,7 pp menos que en 2018, y la desaceleración fue más marcada en los países con mayor peso de la industria y más orientados al exterior.

La demanda interna aminoró sensiblemente su aportación al crecimiento del PIB en 2019 (en 1,1 pp, hasta situarse en 1,5 pp). El menor dinamismo de la demanda interna reflejó la desaceleración del consumo privado y de la inversión, tanto residencial como empresarial. La ralentización del consumo privado se debió a la confluencia de diversos factores. El incremento de las rentas laborales se apoyó más en los crecimientos salariales que en la creación de empleo, composición que resulta menos favorable para el avance del gasto de los hogares en bienes y servicios que en el caso opuesto. Asimismo, el aumento de la incertidumbre derivado de un contexto internacional progresivamente sometido a más fuentes de riesgo, unido al reducido nivel de partida que presentaba la tasa de ahorro, empujó a los hogares a destinar un mayor volumen de sus ingresos a tal fin, adoptando una actitud más cautelosa en sus decisiones de gasto. Adicionalmente, la incertidumbre regulatoria sobre el sector del automóvil incidió negativamente sobre la demanda de este tipo de bienes. De forma más generalizada, el agotamiento progresivo de la demanda embalsada de bienes duraderos que se había acumulado durante la crisis financiera iniciada en 2008 también restó impulso al gasto del sector. Por su parte, la moderación de la inversión residencial, tras un crecimiento intenso en años anteriores, reflejó principalmente una cierta contención de la demanda, mientras que la inversión empresarial se vio afectada negativamente por el deterioro del entorno exterior, a pesar del mantenimiento de unas condiciones de financiación holgadas.

El sector exterior contribuyó positivamente al crecimiento del producto por primera vez desde 2016. Las exportaciones incrementaron su ritmo de avance, sostenidas por las de los servicios, que compensaron la desaceleración de las de bienes. Por su parte,

---

<sup>1</sup> La intensidad inicial de la perturbación se describe en Banco de España (2020a y 2020b).



las importaciones aminoraron de nuevo su crecimiento. Ambos desarrollos condujeron a que la aportación de la demanda exterior neta se tornara positiva, hasta 0,5 puntos porcentuales (pp). Las ganancias de competitividad contribuyeron positivamente al avance de las exportaciones, una vez que se difuminaron los efectos de la apreciación del tipo de cambio de 2017, y a pesar de que se interrumpió el proceso de ajuste de los costes laborales unitarios (CLU) relativos del total de la economía frente al agregado del área del euro. La ralentización de las importaciones no solo estuvo condicionada por la moderación de la demanda interna de bienes de consumo duradero, en especial automóviles, y de la inversión en capital fijo, sino que también contribuyó a ello el patrón por productos de la desaceleración de las exportaciones de bienes, que incidió particularmente en las ramas con mayor contenido importador, en especial los propios automóviles.

Con respecto a la situación de las finanzas públicas, en el año 2019 se produjo un empeoramiento del déficit público y del déficit estructural. El nivel de déficit del conjunto de las AAPP aumentó hasta situarse en el 2,8 % del PIB. Este incremento es el primero que se produce desde 2009, si se excluyen de su cómputo las ayudas financieras. Por su parte, la ratio de deuda pública de las AAPP prosiguió su senda de gradual descenso, hasta situarse en el 95,5 % del PIB a finales del año pasado.

El crecimiento de los precios volvió a ser muy moderado. El incremento del índice armonizado de precios de consumo (IAPC) se redujo 0,9 pp, hasta el 0,8%, como resultado de la caída de los precios energéticos, que contrarrestó el ligero repunte de la inflación subyacente. La disminución de la inflación fue más acusada en España que en el conjunto de la UEM, de forma que el diferencial de inflación con la eurozona pasó a situarse en valores negativos.

El empleo moderó de forma gradual su ritmo de avance a lo largo de 2019, finalizando el año con un crecimiento interanual del 2 %, frente al 2,7 % observado a finales de 2018. La desaceleración de la ocupación en 2019 fue generalizada por ramas de actividad, aunque más acusada en la agricultura y en la construcción. Por tipo de contrato se observa que el ajuste del empleo se centró en los asalariados con contrato temporal. Por el contrario, los asalariados indefinidos mostraron una notable fortaleza a lo largo del año, reduciéndose, por tanto, la ratio de temporalidad.

La composición del crecimiento durante la fase expansiva transcurrida hasta 2019 fue más equilibrada que en etapas de crecimiento anteriores, si bien persistían retos estructurales que afectan a la vulnerabilidad de nuestra economía ante perturbaciones negativas. Tras la crisis financiera de 2008 se produjo un ajuste en el sector de la construcción, mientras que tuvo lugar una reorientación de la actividad productiva hacia el exterior, lo que permitió, junto con las ganancias de competitividad acumuladas y el desendeudamiento del sector privado, obtener superávits exteriores persistentes. No obstante, el nivel de deuda externa continuó siendo elevado. Además, las altas tasas de desempleo, la atonía de la productividad y el elevado endeudamiento público continuaban suponiendo fuentes de vulnerabilidad importantes para el conjunto de la economía española y limitando su capacidad de crecimiento potencial.

En el contexto descrito anteriormente, la economía española presentaba a principios de 2020 una trayectoria de moderación gradual de su ritmo de crecimiento hacia su tasa potencial. Las previsiones del Banco de España publicadas a mediados de diciembre de 2019<sup>2</sup> apuntaban a un mantenimiento de la fase expansiva, apoyada en la demanda nacional, aunque a unas menores tasas, tanto de la actividad como del empleo. Dichas proyecciones asumían un menor dinamismo de la demanda interna y una estabilización del complejo entorno internacional de 2018-2019, que conllevaba una ligera recuperación de las transacciones con el exterior, cuya aportación al PIB tendería a ser neutral a lo largo del horizonte de proyección.

Estas perspectivas económicas se han visto completamente alteradas por la enfermedad Covid-19 aparecida a principios de 2020, cuyo epicentro se situó desde finales de febrero en Europa, afectando con particular virulencia a Italia y España. Más allá del enorme coste en términos de vidas humanas que dicho virus está produciendo, se trata de una crisis global sin precedentes que está poniendo a prueba los sistemas sanitarios y supone una disrupción muy severa de la actividad económica. La duración e intensidad de dicha disrupción están rodeadas actualmente de una gran incertidumbre, ya que dependen de la evolución de la epidemia y de la efectividad de las políticas públicas puestas en marcha para atenuar su impacto económico. El BCE ha reaccionado de forma inmediata, al igual que otros bancos centrales, para permitir que se mantengan condiciones financieras favorables para el conjunto de agentes financieros y no financieros, públicos y privados, de la economía. Por su parte, en muchos países, incluida España, se han adoptado medidas presupuestarias de carácter extraordinario y de notable magnitud, orientadas sobre todo a complementar las rentas de los hogares cuyos miembros han dejado de estar ocupados y a dar liquidez a las empresas para atender a sus compromisos de pago mientras dure el cese de su actividad. Además, las instituciones europeas han adoptado también medidas enfocadas a movilizar recursos para la lucha contra la epidemia y su coste social y económico, si bien la efectividad de su acción se vería maximizada si se introdujeran mecanismos de puesta en común de la capacidad financiera y fiscal de la UE.

El resto del documento se ocupa de analizar los rasgos más relevantes de la economía española en 2019. En la primera sección se lleva a cabo una valoración de los principales factores que explican la mayor resistencia al entorno exterior de España en comparación con la UEM durante el año anterior. A continuación, se describe el patrón de crecimiento de la economía a lo largo de 2019. Este análisis se centra, en la tercera sección, en la moderación del dinamismo de la demanda interna, mientras que en la siguiente se valora la aportación positiva del sector exterior. La quinta sección se dedica a la evolución de las finanzas públicas en 2019. En la siguiente, la atención se desplaza al comportamiento de las presiones inflacionistas, que se mantuvieron contenidas. En la séptima sección se valora la dinámica del mercado laboral, caracterizado por una desaceleración del empleo.

---

2 Véase [Banco de España \(2019a\)](#).

## 2 Factores explicativos del mayor dinamismo de la economía española frente a la zona del euro

La economía española siguió presentando un comportamiento expansivo en 2019 y creciendo a una tasa más elevada que la del conjunto de la UEM, aunque mantuvo la senda de desaceleración gradual observada desde mediados de 2017. El PIB creció un 2 %, 0,4 pp menos que en 2018 (véanse cuadro 1 y gráfico 1). Asimismo, el empleo siguió aumentando, aunque de forma menos intensa que en años anteriores. Como resultado, la tasa de paro descendió hasta situarse en el 13,8 % a finales de 2019, registro todavía muy superior al observado en la UEM (7,4 %), mientras que la productividad aparente del trabajo registró, como en 2018, un ligero retroceso. Por su parte, la pérdida de dinamismo de los precios en España fue algo más acusada que la observada en la UEM, de forma que el diferencial de inflación con la eurozona pasó a situarse en valores negativos (–0,4 pp, en promedio, en el conjunto del año).

La moderación del vigor de la actividad, cercana a la prevista en las proyecciones del Banco de España de diciembre de 2018<sup>3</sup>, fue mucho menos acentuada que en la UEM<sup>4</sup>, donde el avance del PIB se aminoró en 0,7 pp, muy por encima de lo anticipado a finales del año anterior (0,2 pp), hasta el 1,2 %. En España, la desaceleración de la actividad reflejó la pérdida de vigor de la demanda nacional, cuya contribución al avance del producto fue de 1,5 pp, 1,1 pp menos que en 2018. En contraposición, la aportación de la demanda exterior neta aumentó 0,8 pp, hasta situarse en 0,5 pp, como resultado de la desaceleración de las importaciones y un dinamismo de las exportaciones algo superior al registrado en 2018. En cambio, en el área del euro, donde la actividad se vio lastrada con mayor intensidad por el deterioro del entorno global, el menor vigor del PIB reflejó, en contraste con lo observado en España, el deterioro en la contribución del sector exterior, que pasó a ser negativa (–0,5 pp). En cambio, la aportación al crecimiento de la demanda interna se elevó ligeramente (0,2 pp, hasta 1,7 pp). La desaceleración fue generalizada por países, pero más marcada en las economías con un mayor peso de la industria y más orientadas al exterior.

Como en 2018, la realimentación entre el incremento de la incertidumbre, en un contexto de tensiones comerciales crecientes, y la desaceleración de la actividad mundial afectó con especial severidad a las ramas manufactureras, más dependientes de los intercambios comerciales con el exterior. En todo caso, estas perturbaciones lastraron con menor intensidad la actividad industrial en nuestro país que en la UEM, como se analiza en el recuadro 1. Así, en contraste con lo observado en la eurozona, el valor añadido bruto de la industria pasó a presentar tasas de avance interanuales positivas en el segundo semestre

3 Las proyecciones del Banco de España de diciembre de 2018 preveían una aminoración del crecimiento en 2019 de 0,3 pp [véase Banco de España (2019a)]. Con la revisión de la Contabilidad Nacional Anual para el período 1995-2018, publicada por el Instituto Nacional de Estadística (INE) el 16 de septiembre de 2019, las cifras de crecimiento del PIB en la actual fase expansiva se revisaron a la baja (excepto para 2015). En particular, en 2018 el crecimiento del PIB en términos reales se redujo en 0,2 pp, hasta el 2,4%. Esta revisión condiciona la comparación de la cifra de crecimiento proyectada para 2019 en dicho ejercicio de previsión (antes de que se produjese dicha revisión) y la finalmente registrada.

4 Véase Banco Central Europeo (2018).

Cuadro 1

**PRINCIPALES INDICADORES DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA (a)**

	2014	2015	2016	2017	2018	2019
<b>Demanda y producto (b)</b>						
Producto interior bruto	1,4	3,8	3,0	2,9	2,4	2,0
Consumo privado	1,7	2,9	2,7	3,0	1,8	1,1
Consumo público	-0,7	2,0	1,0	1,0	1,9	2,3
Formación bruta de capital	5,8	10,1	1,4	5,6	6,1	2,0
Inversión en equipo	5,8	9,9	1,9	8,5	5,6	3,0
Inversión en construcción	3,0	1,5	1,6	5,9	6,6	0,8
Vivienda	9,9	-3,2	8,9	11,5	7,7	2,9
Otras construcciones	-2,6	5,7	-4,8	0,2	5,3	-1,7
Exportación de bienes y servicios	4,5	4,3	5,4	5,6	2,2	2,6
Importación de bienes y servicios	6,8	5,1	2,6	6,6	3,3	1,2
Contribución de la demanda nacional al crecimiento del PIB (pp)	1,9	3,9	2,0	3,0	2,6	1,5
Contribución de la demanda exterior neta al crecimiento del PIB (pp)	-0,5	-0,1	1,0	-0,1	-0,3	0,5
<b>Empleo, salarios, costes y precios (c)</b>						
Empleo total	1,0	3,2	2,8	2,8	2,5	2,3
Tasa de ocupación (d)	56,8	58,7	60,5	62,1	63,4	64,3
Tasa de paro	24,4	22,1	19,6	17,2	15,3	14,1
Remuneración por asalariado	0,3	0,6	-0,6	0,7	1,0	2,0
Productividad aparente del trabajo	0,4	0,6	0,2	0,0	-0,2	-0,3
Costes laborales unitarios	-0,1	-0,1	-0,8	0,7	1,2	2,3
Deflactor del PIB	-0,2	0,5	0,3	1,4	1,1	1,6
Índice de precios de consumo (fin de período)	-1,0	0,0	1,6	1,1	1,2	0,8
Índice de precios de consumo (media anual)	-0,2	-0,5	-0,2	2,0	1,7	0,7
Diferencial de precios de consumo (IAPC) con la UEM (pp)	-0,6	-0,8	-0,6	0,5	0,0	-0,4
Precio de la vivienda	0,3	3,6	4,7	6,2	6,7	5,1
<b>Capacidad (+) o necesidad (-) de financiación y saldo financiero (e)</b>						
Capacidad (+) o necesidad (-) de financiación nacional de los sectores residentes	2,1	2,7	3,4	2,9	2,4	2,3
Administraciones Públicas	-5,9	-5,2	-4,3	-3,0	-2,5	-2,8
Administraciones Públicas (sin ayudas a instituciones financieras)	-5,8	-5,1	-4,1	-3,0	-2,5	-2,8
Hogares e ISFLSH	1,0	1,7	1,4	0,0	0,0	1,1
Empresas	7,1	6,2	6,3	5,9	4,9	4,0
Instituciones financieras	2,4	1,7	1,9	2,2	2,7	2,7
Sociedades no financieras	4,7	4,4	4,4	3,8	2,2	1,3
Posición de Inversión Internacional neta	-95,9	-88,9	-85,5	-85,5	-80,2	-74,0
Deuda bruta de las Administraciones Públicas	100,7	99,3	99,2	98,6	97,6	95,5
<b>Indicadores monetarios y financieros (f)</b>						
Tipo de intervención semanal del BCE	0,2	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Tipo de la deuda pública a diez años	2,7	1,7	1,4	1,6	1,4	0,7
Tipo sintético del crédito bancario	3,8	2,9	2,7	2,5	2,4	2,3
Índice General de la Bolsa de Madrid (Base diciembre 1985 = 100)	1.066,6	1.080,5	879,2	1.034,5	971,4	922,5
Tipo de cambio dólar/euro	1,3	1,1	1,1	1,1	1,2	1,1
Tipo de cambio efectivo nominal con países desarrollados (g)	101,8	98,6	99,4	100,5	101,5	100,6
Tipo de cambio efectivo real con países desarrollados (h)	103,7	99,8	98,8	99,5	99,7	99,1
Tipo de cambio efectivo real con la UEM (h)	101,1	100,6	98,8	98,6	97,8	98,1
Financiación total de las familias	-3,6	-2,1	-2,0	-1,3	-0,6	0,5
Financiación total de las empresas no financieras	-3,7	-0,4	-0,4	1,1	1,1	0,6

**FUENTE:** Instituto Nacional de Estadística, Intervención General de la Administración del Estado, AMECO y Banco de España.

**a** Los datos de la Contabilidad Nacional de España corresponden a la base 2015.

**b** Índices de volumen. Tasas de variación anual.

**c** Tasas de variación, salvo las tasas de ocupación y de paro, que se presentan en niveles.

**d** Tasa de ocupación (16-64 años).

**e** Niveles, en porcentajes del PIB.

**f** Niveles medios anuales para el Índice General de la Bolsa, los tipos de interés y los tipos de cambio, y tasas de variación para los pasivos financieros.

**g** Base I TR 1999 = 100.

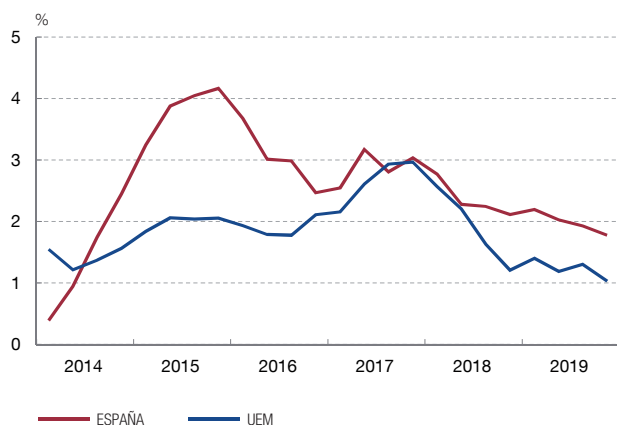
**h** Base I TR 1999 = 100. Medidos con costes laborales unitarios.

## LA ECONOMÍA ESPAÑOLA SIGUIÓ CRECIENDO A UN RITMO NOTABLE, AUNQUE MÁS MODESTO QUE EL DEL AÑO ANTERIOR

La economía española siguió presentando un comportamiento expansivo, aunque mantuvo la senda de desaceleración gradual observada desde mediados de 2017. La pérdida de vigor de la actividad fue más modesta que en el área del euro, gracias a la mayor resistencia que nuestra economía ha mostrado ante las perturbaciones procedentes del exterior. Así, en contraste con lo observado en la UEM, la contribución de la demanda exterior al crecimiento se ha elevado, pasando a situarse en valores positivos. En cambio, la aportación al crecimiento del PIB de la demanda interna se redujo. Aunque la creación de empleo fue menos intensa que en los años anteriores, permitió que la tasa de paro siguiera descendiendo.

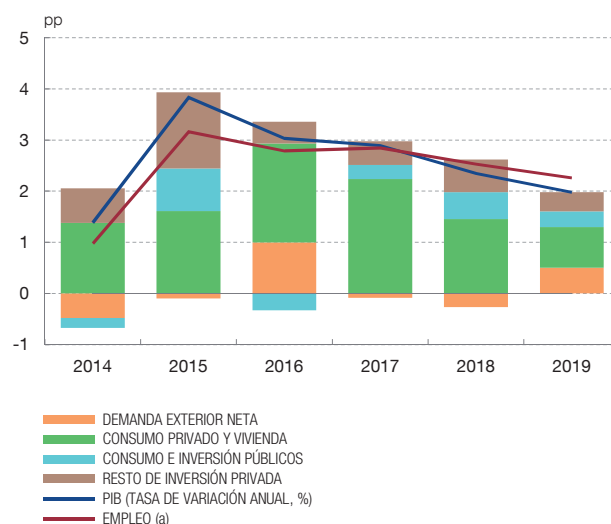
1 EVOLUCIÓN DEL PIB: ESPAÑA Y UEM

Tasas de variación interanual en términos reales



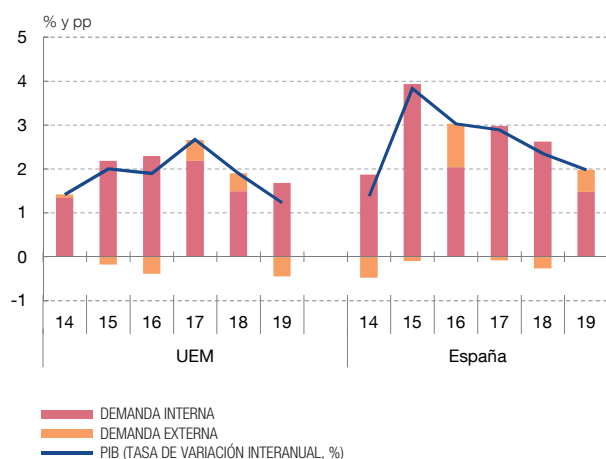
2 PIB, COMPONENTES DE LA DEMANDA NACIONAL Y DEMANDA EXTERIOR

Tasas de variación anual y aportaciones al crecimiento



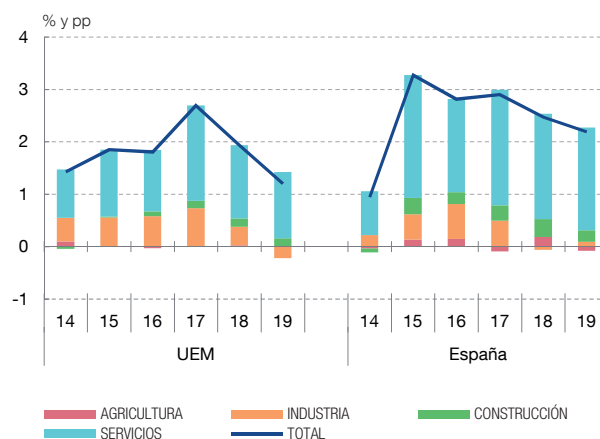
3 CRECIMIENTO DEL PIB Y CONTRIBUCIONES DE LA DEMANDA INTERNA Y EXTERNA, ESPAÑA Y UEM

Tasas de variación y contribuciones



4 VALOR AÑADIDO REAL. CRECIMIENTO ANUAL Y CONTRIBUCIONES DE LAS DISTINTAS RAMAS DE ACTIVIDAD, ESPAÑA Y UEM

Tasas de variación y contribuciones



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

a Empleo según la Contabilidad Nacional Trimestral (CNTR). Puestos de trabajo equivalentes a tiempo completo.

del año. Esta trayectoria comparativamente más positiva se vio favorecida por el menor peso relativo, dentro del conjunto de los mercados exteriores españoles, de aquellos cuya evolución sorprendió a la baja en mayor medida (en particular, los mercados asiáticos), así como por las ganancias de competitividad acumuladas en los últimos años. Asimismo,

el impacto sobre el sector servicios de estos desarrollos globales desfavorables fue menos acusado en España que en otros países de gran tamaño de la eurozona, lo que refleja, en parte, el menor peso de las ventas de esta rama de actividad cuyo destino es la industria manufacturera<sup>5</sup>.

---

5 Para un análisis de la desaceleración reciente de la actividad desde una perspectiva sectorial y su comparación con la UEM, véase Banco de España (2019b)

### 3 La pérdida de vigor de la demanda interna

El crecimiento de la economía española siguió sustentándose en gran medida en la demanda interna, que contribuyó en 1,5 pp al avance del PIB. Su aportación al crecimiento fue, en todo caso, inferior a la de 2018 (2,6 pp), como resultado del menor vigor que presentaron todos sus componentes (a excepción del consumo público, que creció algo más que en el año previo).

Los principales determinantes del consumo privado mostraron una evolución positiva en 2019. Por una parte, las rentas nominales de las familias mantuvieron un crecimiento elevado (3,9 %), impulsadas por la creación de empleo (que, no obstante, ha ido moderándose progresivamente) y por la aceleración de los salarios. Dado que la inflación, medida por la tasa de variación del deflactor del consumo privado, fue ligeramente inferior a la del año previo, esta pujanza de los ingresos nominales se trasladó a los reales, que aumentaron cuatro décimas más que en 2018 (un 2,6 %). Por otra parte, las condiciones financieras continuaron siendo propicias para el gasto, ya que, en línea con el tono más acomodaticio de la política monetaria, el coste de los nuevos préstamos registró caídas adicionales (véase gráfico 2.1). Sin embargo, los criterios aplicados para la concesión de créditos se endurecieron —con intensidad algo mayor en los concedidos para consumo que en otros segmentos—, fundamentalmente por la percepción de las entidades de depósito de unas perspectivas macroeconómicas menos favorables y de su consiguiente impacto sobre la solvencia de los prestatarios. En todo caso, las mejoras registradas durante la actual fase expansiva en la situación patrimonial de los hogares se prolongaron en 2019, con nuevos descensos de las ratios de endeudamiento en relación con el PIB (que pasaron a situarse por debajo de las de la UEM por primera vez desde principios de los años 2000) y aumentos de la riqueza del sector.

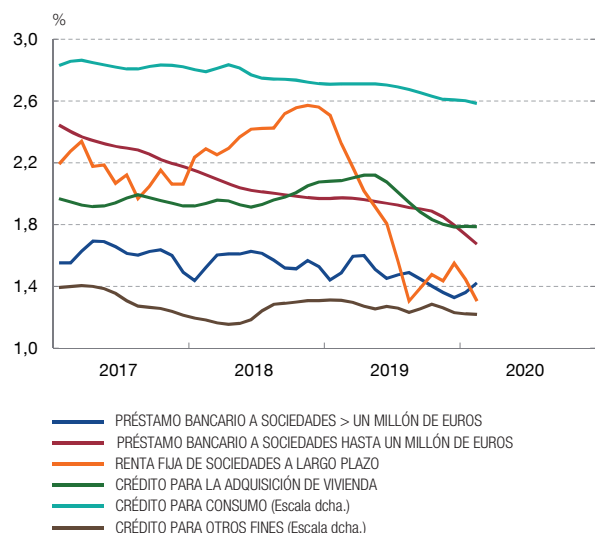
A pesar de la evolución positiva que mostraron los principales determinantes del consumo privado, este mantuvo la senda de desaceleración iniciada a mediados de 2017 (véase gráfico 3.1). Su ritmo de avance se situó en el 1,1 %, siete décimas menos que en 2018, como resultado de la confluencia de diversos factores. En primer lugar, el incremento de los ingresos de los hogares descansó más en la recuperación de los salarios reales y menos en la creación de empleo que en años anteriores (véase gráfico 3.2). Esta composición del crecimiento de las rentas sería algo menos propicia para el avance del consumo, dado que la propensión marginal al gasto es más elevada cuando el incremento de los ingresos procede de la creación de puestos de trabajo que cuando responde a unos mayores salarios. Asimismo, el aumento de la incertidumbre derivado de un contexto internacional progresivamente rodeado de mayores fuentes de riesgo, unido al reducido nivel de partida que presentaba la tasa de ahorro, empujó a los hogares a adoptar una actitud más cautelosa en sus decisiones de gasto y a destinar un mayor volumen de sus ingresos a ese ahorro. Además, el marcado dinamismo que registró la compra de bienes duraderos de los hogares entre 2014 y 2018, cuando se elevó, en promedio, a una tasa próxima al 9 %, permitió que la demanda embalsada de este tipo de bienes acumulada durante la crisis se absorbiese progresivamente, por lo que este factor ha ido perdiendo relevancia

Gráfico 2

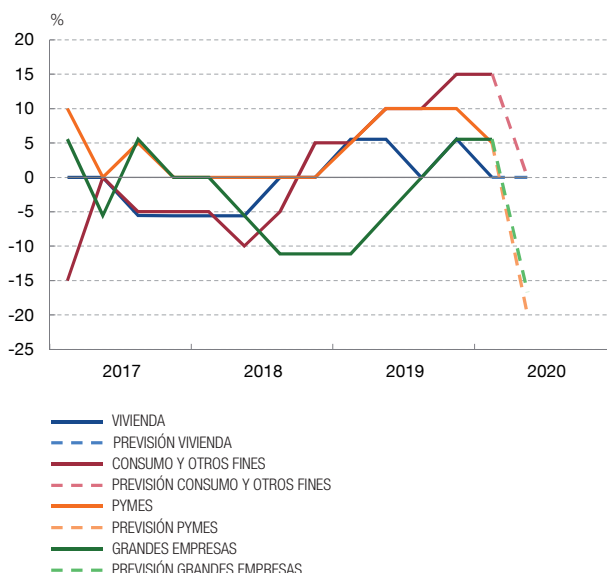
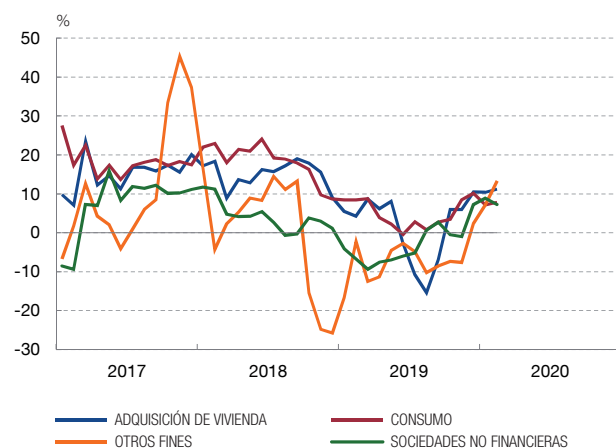
## LOS COSTES DE FINANCIACIÓN CAYERON EN 2019, PERO LA OFERTA DE CRÉDITO BANCARIO SE ENDURECIÓ MODERADAMENTE

El coste de la financiación del sector privado se mantiene en niveles muy reducidos, con caídas adicionales de los tipos de interés desde el verano pasado. Sin embargo, los criterios de aprobación de los préstamos se han endurecido a lo largo de 2019, en términos generales. Las nuevas operaciones de crédito han mostrado un débil comportamiento en 2019 (en el caso del crédito para adquisición de vivienda, en parte vinculado a la entrada en vigor de la nueva Ley de Crédito Inmobiliario), si bien en el tramo final del año han repuntado.

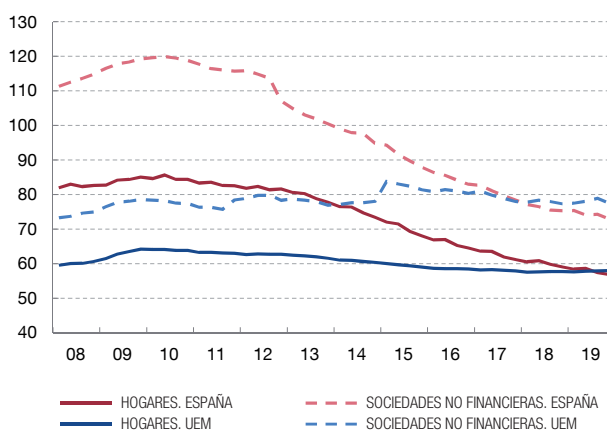
1 COSTES DE FINANCIACIÓN (a)



2 EPB: VARIACIÓN DE LOS CRITERIOS DE APROBACIÓN DE PRÉSTAMOS (b)

3 NUEVAS OPERACIONES DE CRÉDITO  
Variación interanual (c)

4 ENDEUDAMIENTO DEL SECTOR PRIVADO NO FINANCIERO



FUENTES: Banco de España, Banco Central Europeo y Thomson Reuters.

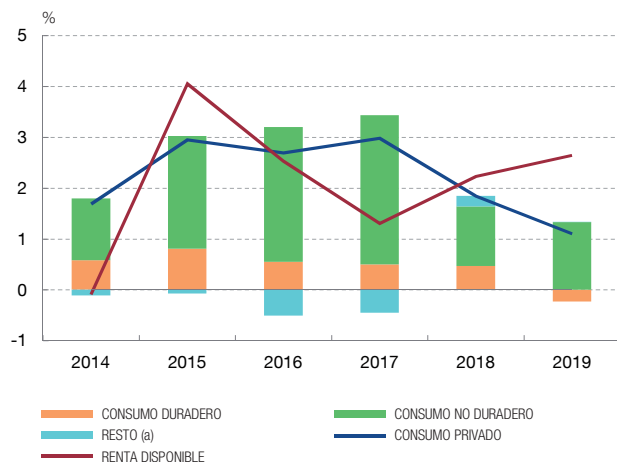
- a Los tipos de interés de los préstamos bancarios son TEDR (tipo efectivo definición restringida) y están ajustados por estacionalidad y por el componente irregular, esto es, son tipos de interés ciclo-tendencia.
- b Encuesta sobre Préstamos Bancarios. Indicador = porcentaje de entidades que han endurecido los criterios considerablemente  $\times 1$  + porcentaje de entidades que han endurecido los criterios en cierta medida  $\times 1/2$  - porcentaje de entidades que han relajado los criterios en cierta medida  $\times 1/2$  - porcentaje de entidades que han relajado los criterios considerablemente  $\times 1$ .
- c Flujo acumulado de tres meses.



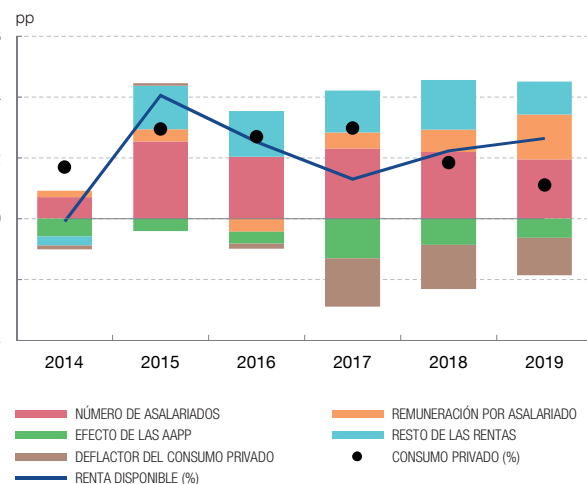
## EL DINAMISMO DEL CONSUMO SE MODERÓ Y LA TASA DE AHORRO DE LOS HOGARES REPUNTÓ

En 2019 las rentas de los hogares crecieron a un ritmo algo superior al del año previo, ya que los mayores incrementos salariales compensaron la menor aportación al crecimiento de los ingresos que tuvo la creación de empleo. El avance del consumo se moderó como resultado de la importante desaceleración que presentó el gasto en bienes duraderos, y fue más contenido que el de los ingresos, lo que permitió que la tasa de ahorro de las familias repuntase.

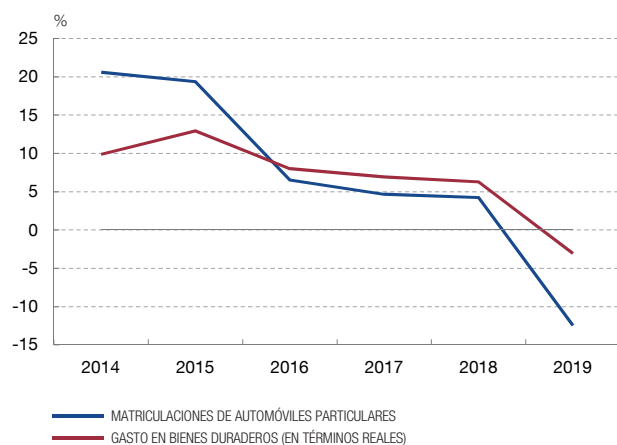
1 EVOLUCIÓN DEL CONSUMO PRIVADO Y DE LA RENTA DISPONIBLE  
Tasas de variación anuales en términos reales



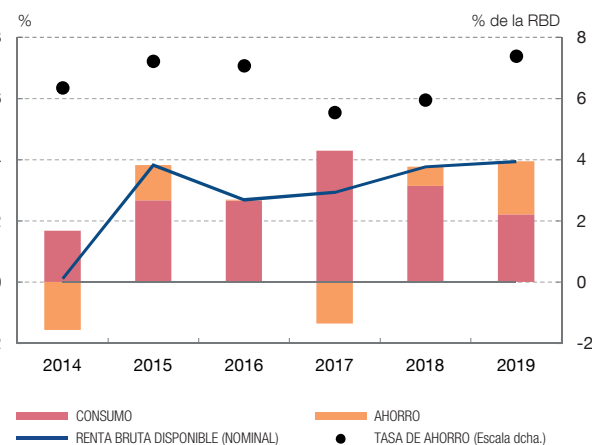
2 EVOLUCIÓN DEL CONSUMO PRIVADO Y DE LA RENTA DISPONIBLE  
Contribuciones a la tasa de variación anual en términos reales



3 TASA DE CRECIMIENTO DE LA MATRICULACIÓN DE AUTOMÓVILES PARTICULARES Y DEL GASTO EN BIENES DURADEROS DE LOS HOGARES



4 DESGLOSE DE LA VARIACIÓN DE LA RENTA BRUTA DISPONIBLE EN CONSUMO Y AHORRO



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

a Consumo de las ISFLSH y de los residentes en el exterior menos el efectuado por los no residentes en el territorio nacional.

gradualmente como motor del gasto de las familias. Esto, a su vez, ha favorecido la debilidad que ha mostrado la solicitud de préstamos para consumo en los últimos trimestres, y, como resultado, la desaceleración que han presentado las nuevas operaciones crediticias en este segmento. Por último, la evolución desfavorable observada en el sector del automóvil tras la entrada en vigor, en septiembre de 2018, de una nueva normativa para la medición

de las emisiones contaminantes<sup>6</sup> también contribuyó al notable ajuste que presentó el gasto en bienes duraderos de las familias, que se contrajo un 3 %, tras crecer un 6,8 % en 2018 (véase gráfico 3.3). La desaceleración del consumo reflejó la importante moderación observada en esta partida de gasto, mientras que, en contraposición, el avance del gasto destinado a la adquisición de bienes no duraderos y servicios repuntó ligeramente<sup>7</sup>.

El menor vigor del consumo de las familias, unido al mantenimiento del avance de sus rentas, permitió la recomposición de la tasa de ahorro del sector, que a principios de 2018 alcanzó sus registros mínimos históricos. Dicha tasa se elevó hasta el 7,4 % de la renta bruta disponible, 1,4 pp más que en 2018. Esta recuperación se habría visto favorecida por la moderación del dinamismo del consumo previamente mencionada y por el mantenimiento de un elevado ritmo de crecimiento de las rentas nominales, lo que facilitó a las familias incrementar la fracción de sus ingresos destinados al ahorro sin que ello fuese en detrimento de los niveles de gasto corriente. A pesar de este aumento, el nivel de la tasa de ahorro de las familias sigue siendo reducido, ya que permanece por debajo de su nivel promedio histórico (algo superior al 8 %<sup>8</sup>) y de los de la UEM (13 %).

Por su parte, la inversión residencial experimentó una notable desaceleración a lo largo de 2019, tras crecer a ritmos muy elevados en los primeros años de la recuperación. La pérdida de dinamismo respondería en gran medida al menor impulso de la demanda, tras el fuerte aumento de los últimos años. No obstante, esta también podría haberse visto condicionada por la adaptación de los agentes a la entrada en vigor de la nueva Ley de Crédito Inmobiliario —que se reflejó en una contracción de las nuevas operaciones de crédito para adquisición de vivienda durante el verano— y, en menor medida, por un leve endurecimiento de las condiciones de concesión de préstamos<sup>9</sup>. Además, la oferta de vivienda (y, en particular, el número de visados de nuevos proyectos residenciales) también se desaceleró, manteniéndose, de este modo, muy alejada de su volumen máximo precrisis. Como resultado de estos desarrollos, el avance de la inversión en inmuebles se situó en el 2,9 %, casi 5 pp menos que en 2018. La compraventa de vivienda se ralentizó de forma generalizada (aunque con distinta intensidad) por CCAA, hasta registrar caídas interanuales en casi todas ellas a finales de año. La pérdida de vigor fue especialmente intensa en el segmento de la vivienda usada, con una reducción del 4 %, tras aumentar un 11 % en 2018. Asimismo, la evolución del mercado inmobiliario durante la recuperación ha mostrado una notable variabilidad regional, que responde a la heterogeneidad del crecimiento poblacional en distintas áreas geográficas<sup>10</sup>.

---

6 Véase Banco de España (2020c), donde se ilustra el impacto que sobre la compraventa de automóviles ha podido tener la incertidumbre derivada de diversos factores: en primer lugar, la referente a las implicaciones de la entrada en vigor de la nueva normativa para la medición de las emisiones contaminantes; en segundo lugar, la resultante de la introducción de restricciones normativas que limitan la circulación de los vehículos de combustión en el interior de las ciudades; y, por último, la asociada al potencial que pueden tener los automóviles basados en otras fuentes de energía. Todo ello puede haber favorecido el retraso de las decisiones de compra de vehículos de motor de algunos hogares.

7 En 2018, en cambio, la desaceleración del consumo recayó en gran medida en esta partida de gasto (y, en particular, en los servicios).

8 En el período comprendido entre 1999 y 2019.

9 Véase Menéndez Pujadas (2020).

10 Véase Blanco (coord.) (de próxima publicación).

En este contexto de menor dinamismo de la inversión residencial, se moderó el avance del precio de la vivienda. La desaceleración se produjo en la mayoría de las regiones, en el segmento tanto de vivienda nueva como usada. En términos acumulados, los precios han crecido en torno a un 30 % entre el inicio de 2014 y el cuarto trimestre de 2019 (un 26 % en términos reales y un 31 % en términos nominales). En todo caso, se sitúan todavía casi un 30 % por debajo de su nivel máximo histórico del tercer trimestre de 2007 en términos reales (y un 17 % en términos nominales).

El repunte del ahorro y el menor dinamismo de la inversión en vivienda permitieron que los hogares presentasen capacidad de financiación. En términos netos, ascendió al 1,1 % del PIB, tras situarse en torno a cero en el bienio previo.

Por lo que respecta a las sociedades no financieras, aunque los criterios de concesión de préstamos se endurecieron, los costes de financiación tanto bancaria como, sobre todo, mediante valores registraron descensos adicionales. Esta evolución podría haber propiciado una mayor preferencia por la emisión de valores de renta fija frente al crédito bancario en las empresas más grandes. De este modo, el saldo de préstamos obtenido de entidades residentes volvió a descender, aunque de forma menos intensa que en el año anterior (un 0,7 %), mientras que, en contraposición, el ritmo de avance de la financiación captada con renta fija se elevó notablemente (véase gráfico 4.3). Como resultado, el volumen de deuda de las empresas aumentó ligeramente, a un ritmo similar al registrado en el año previo. A pesar de este incremento modesto, el avance del PIB permitió que la ratio de endeudamiento del sector mantuviese la senda descendente de años anteriores, hasta situarse en el 73 % del PIB a finales de 2019, 4,6 pp por debajo del nivel medio de la UEM.

Asimismo, la desaceleración de la actividad económica habría venido acompañada de una evolución menos favorable de los beneficios empresariales tanto en el caso de las pymes como, en menor medida, de las grandes empresas, tal y como evidencia la encuesta del BCE sobre el acceso a financiación de las empresas y la Central de Balances Trimestral (véase gráfico 4.3). En esta línea, los datos de la Contabilidad Nacional muestran que el excedente bruto de explotación de las SNF creció, como en 2018, a un ritmo menor que el del trienio anterior. Se observó, además, una evolución heterogénea de la actividad y los beneficios por sectores, siendo el comportamiento menos favorable en las manufacturas (que, dada su mayor dependencia de las exportaciones, se vieron más afectadas por los episodios de tensiones comerciales registrados a nivel internacional) que en los servicios.

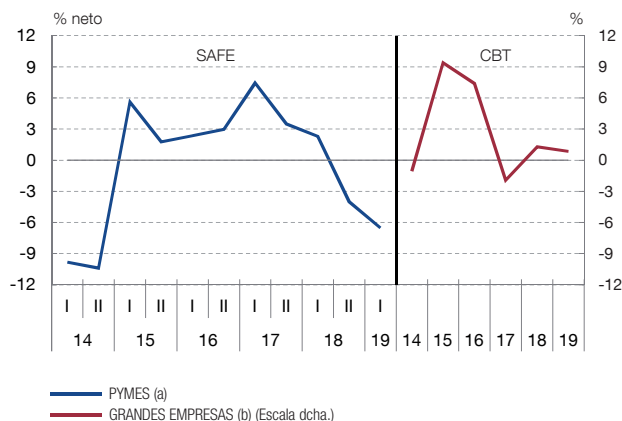
Del mismo modo, las perspectivas empresariales se habrían visto negativamente afectadas por la desaceleración de la actividad y de los mercados de exportación, así como también por las incertidumbres crecientes, que revirtieron parcialmente en el tramo final del año, acerca de las perspectivas de crecimiento global. En este sentido, los resultados obtenidos a partir de un modelo cuantitativo sugieren que el repunte de la incertidumbre podría haber ejercido un importante impacto contractivo sobre la inversión en 2019,

Gráfico 4

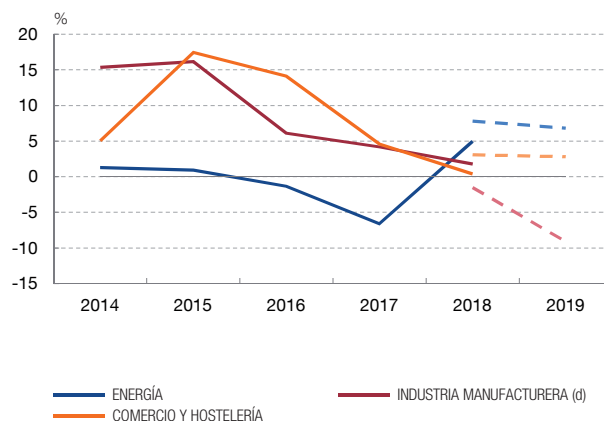
## LA INCERTIDUMBRE Y EL CONTEXTO DE DESACELERACIÓN DE LA ACTIVIDAD ECONÓMICA NACIONAL Y, SOBRE TODO, INTERNACIONAL, PESÓ SOBRE LA CAPACIDAD DE GENERACIÓN DE BENEFICIOS Y LA INVERSIÓN DE LAS EMPRESAS

La inversión empresarial se vio negativamente afectada por el contexto de elevada incertidumbre, así como también por la desaceleración de la demanda final nacional y de los mercados de exportación. Este contexto de menor vigor de la actividad habría dificultado la generación de rentas por parte de las empresas, y habría limitado la demanda de crédito a pesar de que las condiciones de financiación siguieron siendo favorables.

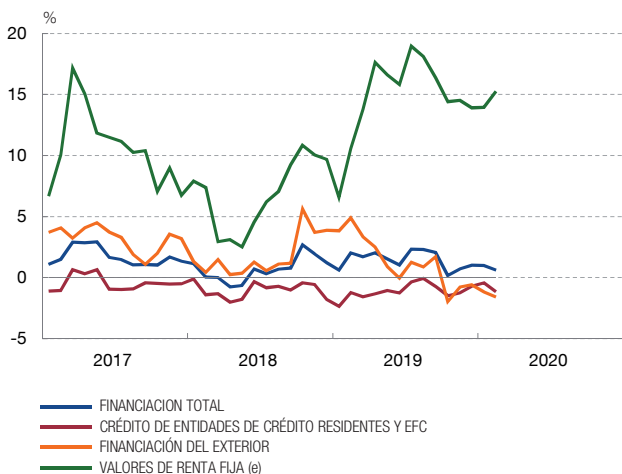
1 EVOLUCIÓN DE LOS BENEFICIOS DE LAS GRANDES EMPRESAS Y PYMES



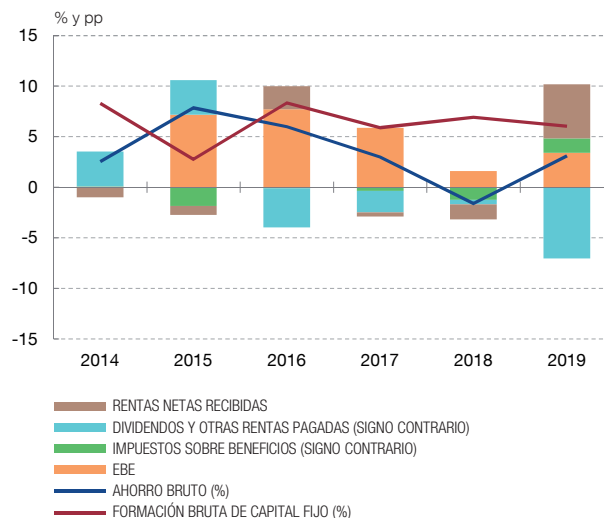
2 RESULTADO ECONÓMICO BRUTO DE LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS. TASA DE VARIACIÓN (c)



3 FINANCIACIÓN A LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS. Variación Interanual



4 AHORRO EMPRESARIAL Y FORMACIÓN BRUTA DE CAPITAL FIJO (f). Crecimiento y contribuciones



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística, Banco de España, Banco Central Europeo y *Economic Policy Uncertainty Index*.

- a Porcentaje de las empresas que señalan un aumento de los beneficios menos el de las que señalan un descenso.
- b Tasas de variación del resultado económico bruto, en porcentaje, sobre las mismas empresas del año anterior. Media de los trimestres correspondientes.
- c Tasas de variación del resultado económico bruto, en porcentaje, de las empresas disponibles en la Central de Balances Integrada. La serie discontinua recoge la evolución de dicha variable para la muestra de empresas colaboradoras con la Central de Balances Trimestral (en la fecha de cierre de este informe no se disponía todavía de información de la Central de Balances Integrada para 2019).
- d Excluyendo la rama de refino.
- e Incluye las emisiones realizadas por filiales residentes.
- f El ahorro empresarial y sus componentes se expresan en precios corrientes, y la formación bruta de capital fijo, en precios constantes.

mayor que el que habría tenido sobre otros componentes del PIB<sup>11</sup>. El menor empuje que mostró la demanda final y, en particular, los mercados de exportación, también habría favorecido una actitud más prudente de las empresas a la hora de invertir, en un contexto de progresivo deterioro de los indicadores de confianza empresarial, especialmente en la rama manufacturera.

En este entorno, el dinamismo de la formación bruta de capital de las sociedades no financieras se moderó (véase gráfico 4.4). El crecimiento de la inversión en equipo y en activos inmateriales se redujo 1,3 pp, hasta situarse en el 2,7 %. Aunque la inversión compensó el consumo de capital fijo, la utilización de la capacidad productiva aumentó ligeramente, como consecuencia del avance de la demanda. El incremento de la formación bruta de capital fijo de las sociedades no financieras fue más marcado que el de su ahorro bruto, de forma que la capacidad de financiación del sector se redujo con respecto al año previo, aunque siguió siendo positiva (esto es, las empresas no financieras volvieron a ser, en conjunto, prestamistas del resto de los sectores).

Las tendencias del gasto de hogares y empresas que se han descrito se prolongaron al inicio de 2020. Sin embargo, se vieron truncadas de forma abrupta en la segunda mitad de marzo, cuando la emergencia sanitaria del Covid-19 hizo precisa, como en otros muchos países, la introducción de medidas de restricción de la actividad y de la movilidad.

---

11 Véase Ghirelli, Gil, Pérez y Urtasun (2019).

## 4 La aportación positiva del sector exterior

El sector exterior contribuyó positivamente al crecimiento del producto por primera vez desde 2016. Las exportaciones mantuvieron un ritmo de avance moderado, mientras que se aminoró el de las importaciones, lo que condujo a que la aportación de la demanda exterior neta se tornara positiva, hasta 0,5 pp. Las exportaciones aumentaron moderadamente su ritmo de avance en 2019, a pesar de la debilidad del comercio mundial, agudizada por la elevada incertidumbre global generada por las tensiones proteccionistas y el *brexít*. Las exportaciones de bienes y servicios aumentaron un 2,6 % (0,4 pp más que en 2018). Las ganancias de competitividad contribuyeron positivamente al avance de las exportaciones, una vez que se difuminaron los efectos de la apreciación del tipo de cambio del euro de 2017. Por su parte, los mercados de exportación volvieron a desacelerarse (en 1,5 pp, hasta el 1,9 %), si bien la magnitud de este deterioro fue menos pronunciada que la del comercio mundial, ya que su ralentización se concentró en los países no pertenecientes a la UEM, mientras que las importaciones de esta área incrementaron su ritmo de avance (véase gráfico 5.1).

Las ganancias de competitividad favorecieron el crecimiento de las exportaciones en 2019, a diferencia de lo ocurrido en el bienio anterior, cuando ejercieron una aportación negativa apreciable. En este sentido, el cambio de signo de la contribución de la competitividad-precio a las exportaciones reflejó la depreciación del tipo de cambio efectivo nominal (TCEN) de España, aunque solo se ha revertido parcialmente la apreciación acumulada en 2017. Por su parte, la aportación a la competitividad de los precios y costes relativos en 2019 fue heterogénea (véanse gráficos 5.2 y 5.3). Los precios relativos industriales y de exportación frente a nuestros competidores, incluidos los pertenecientes a la UEM, descendieron. En cambio, se interrumpió el proceso de ajuste de los CLU relativos del total de la economía, lo que originó una modesta pérdida de competitividad basada en este indicador frente a la UEM y aminoró las ganancias frente al resto del mundo. Los costes laborales relativos no solo influyen en la competitividad a través de los correspondientes a las manufacturas —que continuaron ajustándose frente a la zona del euro—, ya que los servicios son cada vez más comercializables internacionalmente y representan una proporción significativa del valor añadido de las exportaciones de bienes<sup>12</sup>.

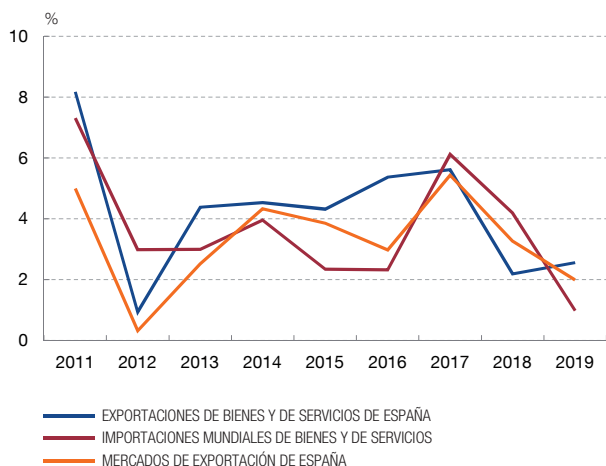
La expansión de las exportaciones durante la última fase expansiva, entre 2014 y 2019, fue algo más intensa de lo que se derivaría de sus determinantes. De acuerdo con las estimaciones del Banco de España, la contribución de los mercados de exportación se moderó gradualmente durante dicho período, en un contexto de desaceleración del comercio mundial, mientras que el signo de la aportación de la competitividad fluctuó en función del comportamiento del tipo de cambio. El avance de las exportaciones estuvo

<sup>12</sup> En España, de acuerdo con la última información disponible de la base de datos de la OCDE Trade in Value Added (TIVA), correspondiente a 2016, los servicios nacionales incorporados en el valor añadido de las exportaciones de manufacturas ascienden al 23 % del total (2 pp más que en 2005). Cuando se compara con las principales economías de nuestro entorno, se aprecia que este porcentaje supera el que se observa en Alemania y el Reino Unido, pero se sitúa por debajo del correspondiente a Italia y Francia.

## LAS EXPORTACIONES MANTUVIERON UN RITMO DE CRECIMIENTO MODERADO

Las exportaciones avanzaron moderadamente en 2019, a un ritmo algo superior al del año anterior, a pesar de la debilidad del comercio mundial, agudizada por la elevada incertidumbre global.

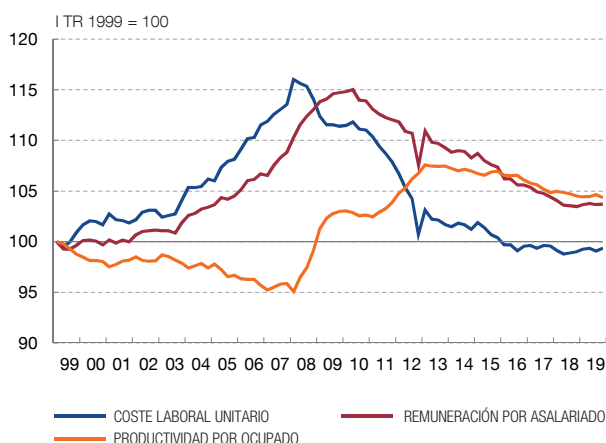
1 EVOLUCIÓN DE LAS EXPORTACIONES  
Tasas de variación en términos reales



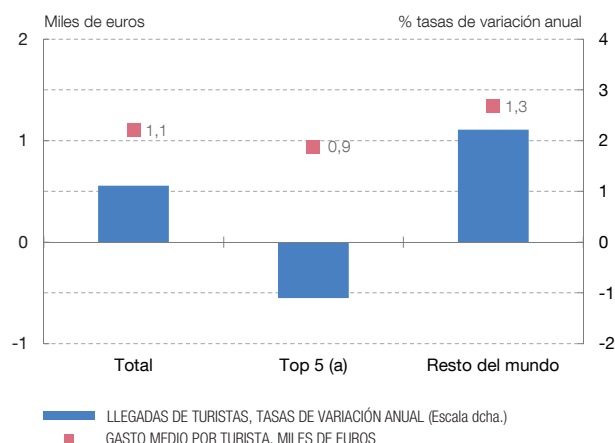
2 TIPO DE CAMBIO EFECTIVO REAL FRENTE A PAÍSES INDUSTRIALIZADOS  
NO EURO



3 COSTES LABORALES UNITARIOS DE LA ECONOMÍA TOTAL RELATIVOS.  
ESPAÑA/UEM  
Niveles relativos



4 TURISMO EXTRANJERO POR MERCADOS EMISORES (2019)



FUENTES: Banco Central Europeo e Instituto Nacional de Estadística.

a El Reino Unido, Alemania, Francia, países nórdicos e Italia.

favorecido por una mayor internacionalización de las empresas —reflejada en la ampliación del número de exportadores estables—, los avances en la diversificación geográfica de las exportaciones de bienes y el carácter cada vez más comercializable de los servicios. Con todo, esta capacidad de crecimiento todavía presentaba un margen notable de mejora, a través de una mayor orientación de la estructura exportadora hacia bienes de contenido tecnológico elevado —que aportan mayor valor añadido y son menos sensibles a la competencia vía costes— y hacia los mercados emergentes más dinámicos a largo plazo, como los asiáticos.

La evolución de las exportaciones reales en 2019 fue heterogénea por componentes, y se sostuvo en los servicios, cuyo ritmo de avance se aceleró hasta el 6 % (3,7 pp más que en 2018). Sobresalió el repunte de los ingresos no turísticos, que compensó la desaceleración de las ventas de bienes (de 1,1 pp, hasta el 1 %).

Las exportaciones de bienes acusaron la debilidad de las ventas de automóviles y de productos intermedios. En 2019, el ligero incremento de las exportaciones se apoyó en las ventas dirigidas a la UE, en particular de bienes de equipo y de consumo, mientras que las exportaciones extracomunitarias prolongaron la atonía del ejercicio precedente. El avance de las exportaciones de bienes estuvo limitado por el modesto aumento de las ventas de automóviles en el conjunto de 2019 (concentrado en el segundo semestre), tras la sensible contracción acumulada en el bienio anterior. Las transformaciones estructurales a escala internacional por las que atraviesa el sector del automóvil y la evolución desfavorable del comercio internacional afectaron negativamente, a su vez, a las exportaciones de productos intermedios.

El incremento de los ingresos turísticos, del 3,1 % (1,4 pp más que en 2018), se apoyó en el ascenso del gasto de los turistas, ya que sus entradas crecieron modestamente, un 1,1 %. Esta tasa resultó similar a la de 2018 y, como en dicho año, fue inferior al avance de los flujos globales (véase gráfico 5.4). En 2019 disminuyeron las llegadas procedentes de los principales mercados de la UE, afectadas por la recuperación de los destinos competidores de la cuenca del Mediterráneo y la incertidumbre sobre la solidez de la evolución económica en la UE<sup>13</sup>. Con todo, en 2019 se alcanzó un nuevo máximo histórico de las llegadas de turistas foráneos, hasta 83,7 millones. Los ingresos turísticos estuvieron favorecidos por diversos cambios en el perfil del turismo extranjero, que conllevan un mayor gasto en destino: el peso creciente de los viajes de negocios o profesionales, del alojamiento hotelero y de los turistas extracomunitarios.

Las exportaciones de servicios no turísticos aceleraron sensiblemente su ritmo de crecimiento en 2019, hasta el 8,1 % (5,3 pp más que en 2018), la tasa más elevada desde 2006. El repunte de las exportaciones no turísticas estuvo impulsado por los servicios empresariales, los de transporte, cargos por el uso de la propiedad intelectual, y telecomunicaciones, informática e información. El incremento de las exportaciones de servicios no turísticos fue generalizado por áreas geográficas, y se sostuvo mayoritariamente en las dirigidas a la UE.

La cuota de las exportaciones españolas en el comercio mundial mostró un comportamiento más favorable que en el bienio anterior. Así, en 2019, de acuerdo con la información disponible, la cuota en términos reales de los bienes y servicios españoles en el comercio mundial mostró una incipiente recuperación, retomando la senda de incremento gradual observada desde 2014, durante la última etapa de crecimiento, e interrumpida en

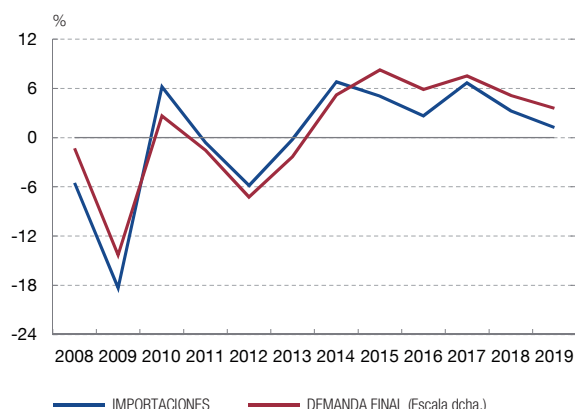
<sup>13</sup> En el caso británico habría tenido incidencia en los últimos meses de 2019, además, la quiebra del operador turístico Thomas Cook, sobre todo en los destinos insulares.



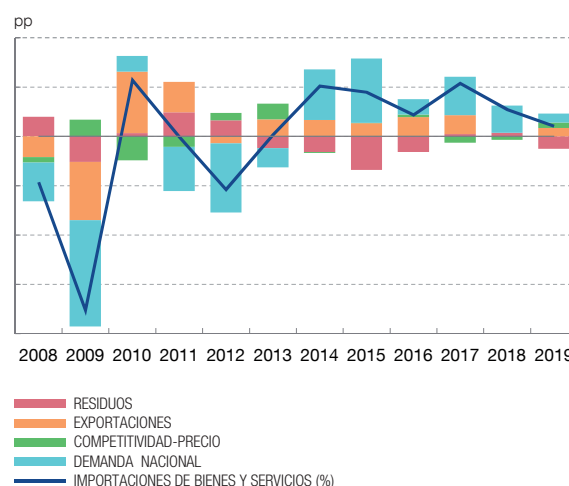
Gráfico 6

**LAS IMPORTACIONES PROLONGARON SU TÓNICA DE DESACELERACIÓN**

Las importaciones volvieron a ralentizarse en 2019, lastradas por el leve descenso de las compras de bienes al resto del mundo condicionadas por la debilidad de la demanda de automóviles, tanto interna como externa, y la desaceleración de la inversión en equipo.

1 IMPORTACIONES Y DEMANDA FINAL  
Tasas de variación

2 IMPORTACIONES TOTALES: CRECIMIENTO Y CONTRIBUCIONES (a)



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

a A partir de la ecuación de importaciones del modelo satélite del sector exterior del Banco de España.

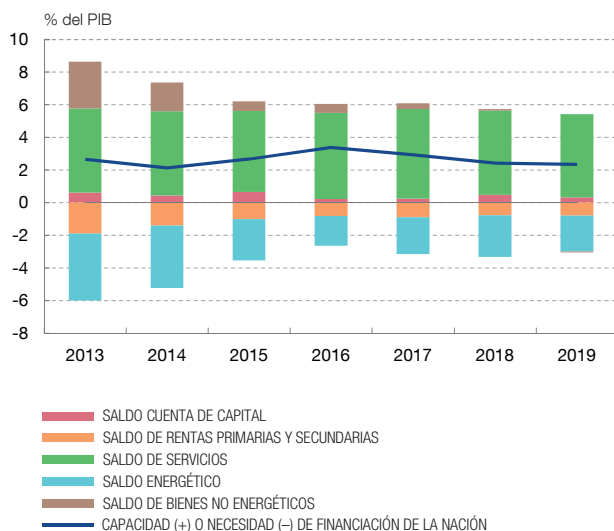
el bienio anterior. A diferencia de lo ocurrido en los primeros años de dicha fase expansiva, la ganancia de cuota de 2019 se habría concentrado en los servicios, y en particular en los no turísticos, ya que las exportaciones de bienes habrían seguido creciendo, como en el período de 2017-2018, a un ritmo inferior al experimentado por los flujos mundiales. Por áreas geográficas, el aumento de la cuota de 2019 se concentró en los países no pertenecientes a la UEM, después del sensible descenso observado en el ejercicio precedente —como resultado, en parte, del impacto negativo de la apreciación cambiaria—. En cambio, las exportaciones españolas perdieron peso relativo dentro de la zona del euro. La ganancia de cuota acumulada entre 2014 y 2019 fue algo más pronunciada fuera de la UEM, en un contexto de avances en el grado de diversificación geográfica del comercio exterior.

Las importaciones se desaceleraron en 2019, condicionadas por la debilidad de las compras de bienes al resto del mundo. En concreto, las importaciones aumentaron un 1,2 % (2,1 pp menos que en 2018), lastradas por la debilidad de las de bienes, que disminuyeron un 0,1 %, frente a un avance del 1,9 % en el año previo. Las importaciones de servicios mantuvieron una senda de dinamismo, aunque con una cierta moderación de su ritmo de crecimiento (7,3 %, 2,5 pp menos que en 2018). Durante la fase de crecimiento, la respuesta de las importaciones ante incrementos de la demanda final se situó ligeramente por debajo de su relación histórica (véase gráfico 6.1), rasgo compartido con la evolución del comercio mundial y que podría reflejar, en parte, una cierta retracción de las cadenas globales de valor. En España, al igual que en las principales economías de la UEM, en el inicio de la crisis tuvo lugar una apreciable caída del contenido importador incorporado en el valor

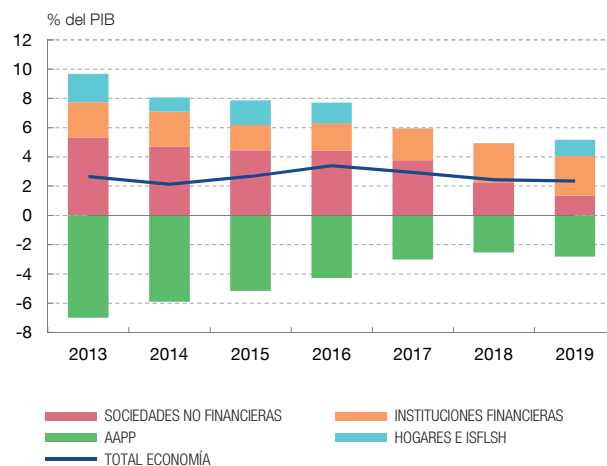
## EL SUPERÁVIT EXTERIOR PROLONGÓ SU TÓNICA DE MODERACIÓN PAULATINA

La capacidad de financiación se redujo ligeramente en 2019, a pesar del descenso de los precios del petróleo, condicionada por el descenso de las transferencias de capital, la estabilidad de los ingresos por turismo en porcentaje del PIB y el deterioro del saldo de bienes no energéticos.

1 EVOLUCIÓN DE LA CAPACIDAD (+) O NECESIDAD DE FINANCIACIÓN DE LA NACIÓN



2 CAPACIDAD (+) O NECESIDAD (-) DE FINANCIACIÓN POR SECTORES



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

añadido de los distintos componentes de la demanda final, de acuerdo con los datos de la TiVA de la OCDE<sup>14</sup>, disponibles hasta 2015. Posteriormente, la recuperación de la penetración de las importaciones ha sido más paulatina en España, en un contexto de recesión más intensa y prolongada y de indicios de sustitución de insumos importados por nacionales por parte de las empresas españolas durante la crisis<sup>15</sup>. De hecho, en España, el valor foráneo incorporado en el consumo y en las exportaciones no había recuperado durante los primeros años de la fase actual de crecimiento el nivel previo a la crisis, a diferencia de lo ocurrido en las principales economías de la UEM. En el mismo sentido han concurrido en los últimos años la debilidad de la demanda interna de automóviles, que se satisface en buena medida con importaciones, y el patrón por productos de la desaceleración de las exportaciones de bienes. Esta desaceleración ha afectado particularmente a las ramas con mayor contenido importador, en especial los automóviles, cuyo peso en nuestras ventas al resto del mundo es, además, elevado (11 % en 2018)<sup>16</sup>. A ello se suma, en 2019, la apreciable moderación de la inversión en capital fijo, componente de la demanda final, junto con las exportaciones de bienes, con un contenido importador más alto. Estos desarrollos podrían explicar que en 2019 el incremento de las importaciones se situase por debajo del que se derivaría de sus determinantes (véase gráfico 6.2).

<sup>14</sup> Véase nota al pie 1.

<sup>15</sup> Véase Banco de España (2016).

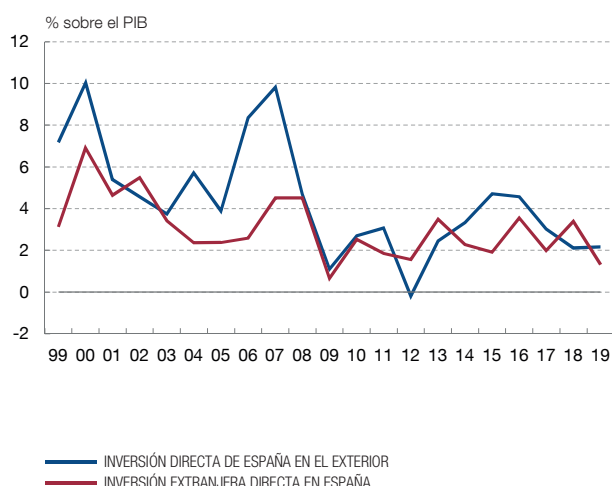
<sup>16</sup> Véase Banco de España (2020d).

Gráfico 8

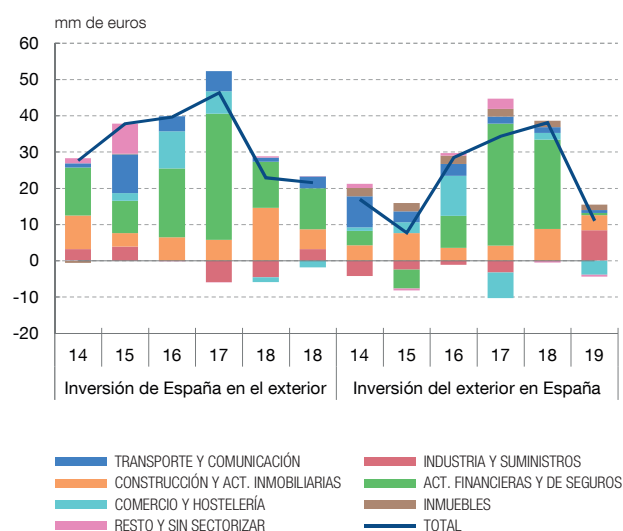
**EN 2019 SE HAN MODERADO LAS ENTRADAS DE CAPITAL EN FORMA DE INVERSIÓN EXTRANJERA DIRECTA**

En 2019, los flujos de inversión extranjera directa hacia España han supuesto el 1,3 % del PIB, nivel inferior al registrado en los últimos años, mientras que las salidas de inversión directa se han mantenido en torno a los mismos niveles del año pasado (2,2 % del PIB). Los principales sectores de destino de la inversión directa del resto del mundo en España han sido la industria manufacturera y los suministros, la construcción y las actividades inmobiliarias y los inmuebles, mientras que la inversión directa de los agentes nacionales en el resto del mundo ha procedido fundamentalmente de los sectores de actividades financieras y de seguros, de la construcción y las actividades inmobiliarias, y del transporte y la comunicación.

1 FLUJOS DE INVERSIÓN DIRECTA CON EL EXTERIOR



2 FLUJOS DE INVERSIÓN DIRECTA CON EL EXTERIOR POR ACTIVIDAD ECONÓMICA SEGÚN EL PRINCIPIO DIRECCIONAL



FUENTE: Banco de España.

A fecha de publicación de este documento no están aún disponibles los datos de comercio exterior de marzo, primer mes en el que estos flujos se han visto afectados por el Covid-19. En todo caso, la interrupción de las cadenas globales de valor y el fuerte descenso de la actividad y la demanda tanto en España como en gran parte de sus socios comerciales han resultado necesariamente en caídas significativas de los intercambios de bienes y servicios frente al exterior. Estos han sido especialmente notorios en el caso de los flujos turísticos, como muestra en el caso de las exportaciones españolas la encuesta de coyuntura turística hotelera de marzo.

El superávit exterior disminuyó levemente en 2019 por tercer año consecutivo, a pesar de la reducción de los precios del petróleo. La capacidad de financiación de la economía se situó en el 2,3 % del PIB, 0,1 pp menos que en 2018. Esta disminución se explica por el descenso del superávit de la cuenta de capital, resultado, a su vez, del retroceso de las transferencias de capital de la UE. Esta evolución contrarrestó el ligero incremento del superávit de bienes y servicios. Este reflejó, fundamentalmente, la mejoría del saldo energético, que compensó el estancamiento de los ingresos por turismo en porcentaje del PIB y la ampliación de las importaciones netas de bienes no energéticos (véase gráfico 7).

Como reflejo de una orientación exportadora más intensa del tejido productivo español<sup>17</sup>, durante la fase expansiva transcurrida entre 2014 y 2019 coexistieron de forma prolongada en el tiempo superávits exteriores y la acumulación de brechas de producción positivas y de diferenciales favorables de crecimiento de España frente a nuestros socios principales, lo que constituyó un hecho inédito en la historia económica contemporánea española.

De acuerdo con la información de la Balanza de Pagos, en 2019 se redujeron las entradas de capital en España en forma de inversión directa, situándose en el 1,3 % del PIB, la cifra más reducida desde 2009 (véase gráfico 8). Esta evolución se enmarca dentro de una tendencia que es general en Europa de descenso de los flujos de inversión extranjera directa. Al mismo tiempo, también se observó una contracción en estos flujos que se concentró en la inversión destinada a las actividades financieras y de seguros, que en años anteriores habían sido los principales sectores de destino<sup>18</sup>. Por su parte, en 2019 la inversión directa de España en el resto del mundo se situó en el 2,2 % del PIB, nivel similar al del año previo e inferior al observado durante los años precedentes. Estos flujos procedieron fundamentalmente de las actividades financieras y de seguros, la construcción y las actividades inmobiliarias, y el sector de transportes y comunicaciones, ramas que también concentraron este tipo de inversión en ejercicios anteriores.

---

<sup>17</sup> Véanse Banco de España (2019c) y Banco de España (2018a).

<sup>18</sup> Para una explicación detallada sobre los aspectos metodológicos del principio direccional, en el que se basan estos registros, véase Banco de España (2018b).

## 5 La evolución de las finanzas públicas

En 2019 se ha registrado un empeoramiento del nivel de déficit público por primera vez desde 2009. En concreto, el déficit del conjunto de las AAPP aumentó en 2019 hasta el 2,8 % del PIB, lo que supone su primer aumento desde el año 2009, si se excluyen las ayudas financieras<sup>19</sup> (véase gráfico 9.1). Dicho empeoramiento se debió a un incremento de los gastos mayor que el de los ingresos, consecuencia, principalmente, de las medidas adoptadas en el primer trimestre de 2019. Estas produjeron una aceleración del crecimiento del gasto público primario (neto de efectos atípicos<sup>20</sup>) hasta el 5 %, la tasa más elevada desde 2009, y muy por encima del crecimiento nominal de la economía. Los mayores incrementos se dieron en las prestaciones sociales (que crecieron un 6,3 % por el aumento de las deducciones familiares y las prestaciones de desempleo, y por la revaloración de las pensiones con el IPC) y en la remuneración de asalariados (que se incrementó un 5,3 %, como consecuencia del aumento salarial acordado con los sindicatos para los trabajadores del sector público<sup>21</sup>). Entre los ingresos, el componente más dinámico fueron las cotizaciones sociales, mientras que los impuestos directos e indirectos redujeron su peso en términos del PIB.

El aumento del déficit estructural refleja el carácter expansivo de la política fiscal en 2019. De acuerdo con las estimaciones del Banco de España, el nivel de déficit estructural se habría deteriorado en este ejercicio en 1 pp del PIB, hasta situarse en un nivel cercano al 3 % del PIB. Por lo tanto, en este ejercicio se habrían compensado las modestas mejoras acumuladas en el período más reciente (véase gráfico 9.1), volviendo a un nivel similar al estimado para 2015-2016. Ello es indicativo de que la reducción observada en el déficit público durante la última fase de recuperación se habría debido fundamentalmente al efecto del ciclo económico y a la disminución de la carga de intereses, en un contexto en el que el coste medio de la deuda pública se situó en 2019 en el 2,4 %, su nivel mínimo histórico.

Por su parte, la ratio de deuda de las AAPP continuó en 2019 su senda de gradual reducción, hasta situarse en el 95,5 % del PIB, muy por encima del valor de referencia del 60 % del marco actual de reglas fiscales europeas y de la Ley Orgánica de Estabilidad Presupuestaria y Sostenibilidad Financiera (véase gráfico 9.2). La reducción de la ratio de deuda en 2,1 pp en el presente ejercicio se debió al dinamismo del PIB nominal y a la existencia de un ajuste flujo-fondo negativo elevado —debido, en gran medida, al descenso del saldo de la cuenta del Tesoro en el Banco de España<sup>22</sup>—, ya que ambos elementos más que compensaron el efecto del déficit.

<sup>19</sup> En los años 2011 y 2012 se otorgaron ayudas públicas a las instituciones financieras españolas por una cuantía acumulada del 4 % del PIB, que produjo aumentos del déficit en ambos años.

<sup>20</sup> En 2018 se produjeron gastos por activos fiscales diferidos (1.073 millones de euros) y por la responsabilidad patrimonial del Estado sobre las autopistas en quiebra (1.800 millones de euros), que no se han repetido en 2019.

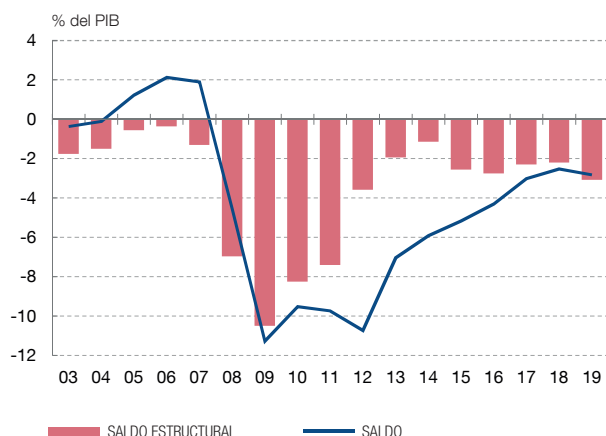
<sup>21</sup> Esta aceleración también se vio afectada por el impacto retrasado de algunas medidas adoptadas en 2018 (principalmente relacionadas con la reforma del IRPF).

<sup>22</sup> La adquisición neta de activos por parte de las AAPP fue del 0,3 % del PIB en 2019, frente a una media del 1,3 % en los cuatro años previos.

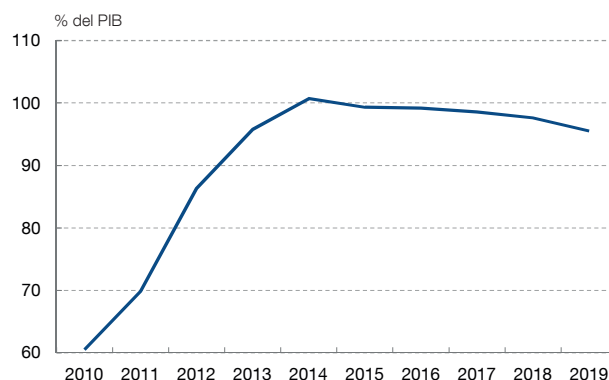
**SITUACIÓN DE LAS CUENTAS PÚBLICAS**

En el año 2019 se produce un empeoramiento del déficit público y del déficit estructural, mientras la ratio de deuda pública continúa con su senda de gradual descenso, situándose todavía muy por encima del valor de referencia, del 60 %.

1 SALDO TOTAL Y ESTRUCTURAL DE LAS AAPP



2 EVOLUCIÓN DE LA DEUDA PÚBLICA



3 INGRESOS Y GASTOS DE LAS AAPP

Porcentajes del PIB	2018	2019	2019 - 2018
<b>Ingresos AAPP</b>	<b>39,2</b>	<b>39,1</b>	<b>-0,1</b>
Impuestos indirectos	11,7	11,4	-0,3
Impuestos directos	10,6	10,4	-0,2
Cotizaciones sociales	12,4	12,9	0,5
Resto de ingresos	4,5	4,4	-0,1
<b>Gastos AAPP</b>	<b>41,7</b>	<b>41,9</b>	<b>0,2</b>
Remuneración	10,6	10,8	0,1
Otros gastos en consumo final	7,7	7,8	0,0
Prestaciones sociales	15,4	15,8	0,4
Intereses efectivos pagados	2,4	2,3	-0,2
Formación bruta de capital	2,1	2,0	-0,1
Otros	3,4	3,2	-0,1
<b>Saldo AAPP</b>	<b>-2,5</b>	<b>-2,8</b>	<b>-0,3</b>
<b>Deuda AAPP</b>	<b>97,6</b>	<b>95,5</b>	<b>-2,1</b>

FUENTES: IGAE, MINHAP y Banco de España.

En este contexto, después de una década sometida al «componente correctivo» del Pacto de Estabilidad y Crecimiento (PEC), en junio de 2019, España pasó a estar sujeta a su «componente preventivo», que aún exige un elevado esfuerzo fiscal. La Comisión Europea requería de España una reducción de su déficit público estructural de 0,65 pp del PIB en 2019<sup>23</sup>

<sup>23</sup> Véase la opinión de la Comisión Europea sobre el Plan Presupuestario 2019 de España, publicada el 21 de noviembre de 2018. Los requerimientos de ajuste bajo el componente preventivo del PEC se basan en tres reglas. En primer lugar, una reducción del déficit público estructural de 0,5 pp del PIB anual, o más si la posición cíclica es positiva, hasta alcanzar su objetivo de medio plazo de equilibrio estructural. En segundo lugar, la ratio de deuda pública sobre el PIB tendrá que reducirse anualmente en la veintea parte de la diferencia entre el nivel de cada año y el objetivo del 60 %, mientras permanezca por encima de esta cota. Finalmente, la tasa de aumento anual del gasto de las AAPP deberá ser igual o inferior al crecimiento potencial de medio plazo de la economía.

y un crecimiento anual del gasto de las AAPP inferior al 0,9%. Los datos de cierre de 2019 muestran que se habrían incumplido ambos requerimientos. No obstante, tras el inicio de la crisis sanitaria derivada del Covid-19, la CE ha decidido congelar temporalmente el marco de reglas que conforman el PEC y no exigir su cumplimiento hasta que la economía se recupere de los efectos de la pandemia. Como consecuencia de la crisis sanitaria, el déficit público experimentará un aumento muy significativo en 2020, debido tanto a las medidas discrecionales adoptadas como a la acción de los estabilizadores automáticos.

## 6 Costes y precios: la prolongación del escenario de baja inflación

En 2019 los costes laborales intensificaron el repunte que venían mostrando los dos años precedentes, hasta registrar un avance del 2 % en el conjunto del año 2019, por encima del 1 % de un año antes, lo que supone el mayor incremento desde 2010. En el sector privado, este repunte fue algo más moderado, hasta un avance del 1,6 %, 0,5 % por encima del observado en 2018 (véase gráfico 10.1).

En términos reales, descontando el efecto de la inflación, los salarios mostraron un avance del 1,3 % en 2019 (0,9 % en la economía de mercado), después de los descensos observados en los tres años precedentes. De esta forma, los salarios en términos reales se situarían actualmente en un nivel similar al que presentaban al principio de la recuperación. La información individual procedente de la Muestra Continua de Vidas Laborales (MCVL) disponible hasta 2018 muestra que, en parte, esta estabilización de los salarios reales estaría reflejando un efecto moderador sobre los costes laborales medios de los efectos composición, de forma que, a características constantes, los salarios reales habrían crecido levemente desde el inicio de la recuperación (véase el gráfico 10.2). Estos efectos composición negativos se explican, fundamentalmente, por la creación de nuevos puestos de trabajo asociados a salarios inferiores al medio de la economía, mientras que otros factores como la composición del empleo por edades o por niveles de cualificación contribuirían de forma positiva al crecimiento de los salarios medios de la economía —es decir, los grupos con mayores niveles salariales, aquellos con estudios universitarios o de más edad, habrían ganado peso en la economía—.

Por ramas, el mayor avance salarial fue bastante generalizado, salvo en la construcción, y fue especialmente elevado en las ramas de servicios de no mercado (3,3 %, frente al 0,9 % de 2018), reflejo, fundamentalmente, de la subida salarial aprobada para los asalariados del sector público. En el sector privado de la economía, el repunte salarial descansó en varios factores. En primer lugar, los incrementos salariales pactados en la negociación colectiva crecieron hasta el 2,3 % en 2019, tras el 1,7 % de 2018 posterior al Acuerdo para el Empleo y la Negociación Colectiva (AENC) que los agentes sociales adoptaron en julio de ese mismo año. En concreto, el incremento en los convenios revisados, firmados en años anteriores, se elevó hasta el 2,1 % (1,6 % en 2018) y los convenios de nueva firma repuntaron con más intensidad, hasta un incremento medio del 3 % (2 % en 2018). En ambos casos, estos aumentos estaban en línea con las recomendaciones salariales del AENC, que establecían un incremento del 2 % anual, más un componente variable adicional, de hasta un 1 %. Asimismo, este repunte salarial sería acorde con la progresiva mejoría cíclica del mercado laboral, que ha permitido eliminar la abultada diferencia abierta durante la crisis entre la tasa de paro observada y la tasa de paro estructural o de equilibrio.

Por su parte, los costes laborales repuntaron en 2019 como consecuencia de la subida del salario mínimo interprofesional (SMI) del 22,3 % y del incremento del 7 % de las bases máximas de cotización a la Seguridad Social. En sentido contrario, la remuneración media por asalariado continuó viéndose aminorada en 2019 por una deriva salarial negativa

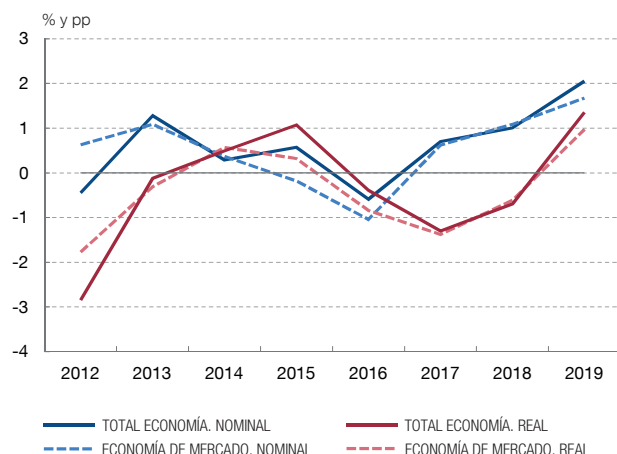


## EVOLUCIÓN DE LOS COSTES LABORALES

La remuneración por asalariado repuntó en 2019, hasta mostrar un avance cercano al 2 %, por encima de lo observado en toda la fase de recuperación. En términos reales, una vez descontado el efecto de la inflación, los salarios reales también crecieron en 2019, después de las leves caídas observadas en los tres años anteriores. Los efectos composición, derivados fundamentalmente del menor salario de los nuevos empleos creados, explican parcialmente esta estabilidad en los salarios reales durante el período de recuperación.

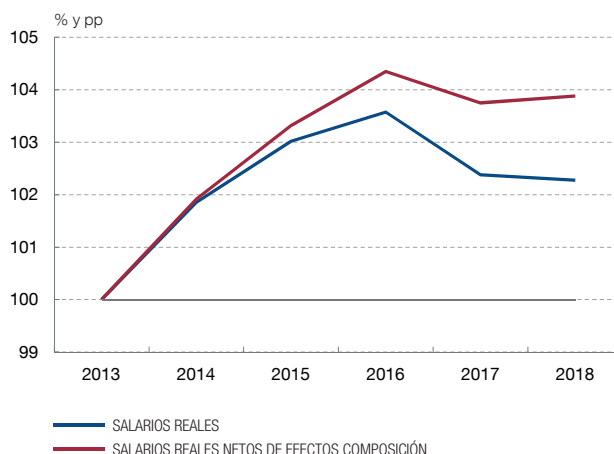
1 REMUNERACIÓN POR ASALARIADO

Tasas de crecimiento interanual



2 EVOLUCIÓN SALARIAL EN TÉRMINOS REALES

(2013 = 100)



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística, Muestra Continua de Vidas Laborales y Banco de España.

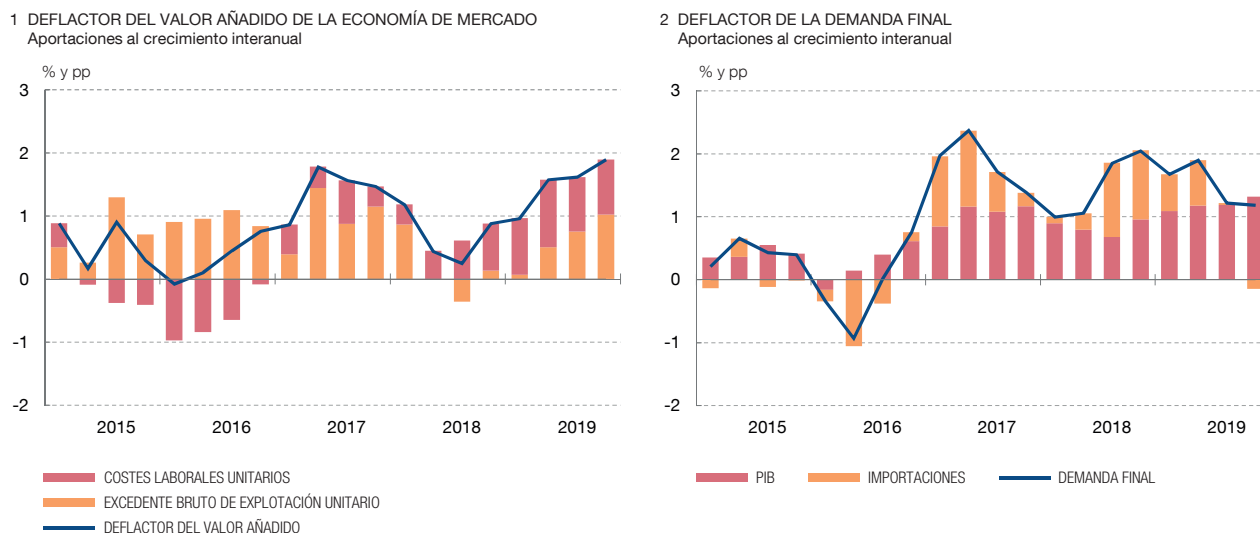
de magnitud elevada. En concreto, las estimaciones de la CNTR muestran una fuerte deriva salarial superior a 1 pp en 2019, una vez se descuentan los efectos sobre el coste laboral medio de la subida del SMI y el incremento de las bases máximas de cotización, que vendría explicada por los efectos composición negativos descritos anteriormente.

Los mayores incrementos salariales registrados en 2019 llevaron a una aceleración de los CLU, en un contexto de descensos reducidos de la productividad. En concreto, los CLU aumentaron un 1,7 % en la economía de mercado (2,3 % en el total de la economía) en 2019, tras el 1 % de 2018, prolongándose la senda ascendente iniciada en 2017.

A pesar de estos mayores costes laborales, los precios interiores continuaron creciendo a tasas moderadas. El deflactor del valor añadido de la economía de mercado, que constituye una medida de las presiones inflacionistas interiores, aumentó un 1,5 % en el año 2019, un incremento algo mayor que el del año previo. No obstante, por segundo año consecutivo, el incremento fue inferior al de los CLU, de forma que los márgenes empresariales habrían registrado una ligera contracción. Por su parte, el deflactor de las importaciones moderó su tasa de crecimiento hasta el 1,2 %, favorecido por el descenso del precio del petróleo y de otras materias primas en los mercados internacionales. Como reflejo de la evolución contrapuesta de las presiones inflacionistas internas y externas, el deflactor de la demanda final aumentó un 1,5 % en 2019, al igual que en el año anterior (véase gráfico 11).

## EVOLUCIÓN DE LOS PRECIOS INTERIORES Y EXTERIORES

El deflactor del valor añadido de la economía de mercado registró una tasa de crecimiento mayor que el año anterior y mostró un perfil creciente a lo largo del año, debido al incremento del excedente unitario y a la aceleración de los CLU. El crecimiento del deflactor de la demanda final permaneció estable en la media del año como resultado de la aceleración de los precios interiores y la moderación de los precios exteriores (medidos, respectivamente, por los deflactores del PIB y de las importaciones).



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

El crecimiento de los precios de consumo, medido por la tasa de variación del IAPC, disminuyó hasta situarse, en promedio, en el 0,8 % en 2019, desde el 1,7 % del año anterior (véase gráfico 12). Esta reducción reflejó principalmente la aportación negativa de los precios de la energía y, en menor grado, la menor contribución de los precios de los alimentos. Por el contrario, la aportación de la inflación subyacente, medida por el IAPC sin energía ni alimentos, permaneció prácticamente estable, con un crecimiento medio anual del 1,1 % en 2019 (1 % en 2018).

La trayectoria de la inflación general a lo largo del pasado año estuvo muy determinada por la evolución de los precios energéticos, al igual que en años anteriores. Tras un primer cuatrimestre con un perfil creciente, la inflación descendió hasta el mes de octubre, recuperándose posteriormente hasta alcanzar una tasa del 0,8 % en diciembre de 2019, una evolución en línea con el comportamiento del componente energético. A la disminución del precio del petróleo, iniciada en el mes de mayo, se unió el abaratamiento de la electricidad, que se prolongó hasta finales de año.

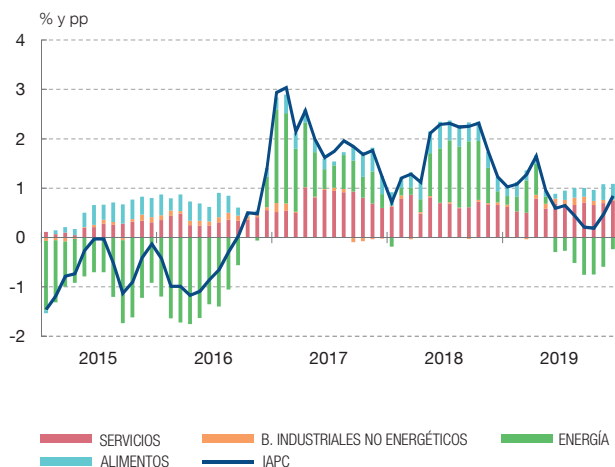
La inflación subyacente aumentó 0,1 pp en términos medios anuales, hasta el 1,1 %, como consecuencia de la aceleración de 0,2 pp en el componente de los bienes industriales no energéticos, cuyo modesto avance (0,3 % en 2019) resultó de nuevo inferior al crecimiento de los precios de producción interior de estos bienes. Por otra parte, el componente de servicios aumentó un 1,5 %, 0,1 pp menos que un año antes, lo que contrasta con la aceleración de los CLU.

Gráfico 12

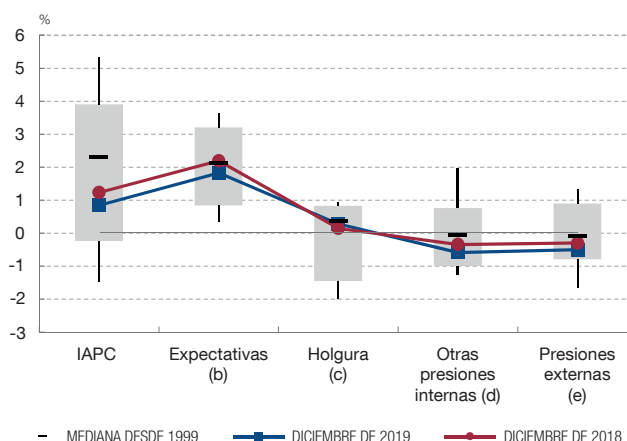
## LOS PRECIOS DE CONSUMO EXPERIMENTARON FUERTES OSCILACIONES, MIENTRAS QUE LA INFLACIÓN SUBYACENTE SE HA MANTENIDO EN NIVELES REDUCIDOS

La tasa media anual del IAPC (0,8 %) encubre una trayectoria variable, muy influida por la evolución de los precios energéticos. La moderación de la inflación vendría determinada por cierta reducción de las expectativas de inflación y menores presiones externas e internas. La inflación subyacente mantuvo un crecimiento moderado y similar al de la zona del euro. No obstante, el diferencial de inflación medio anual se situó en -0,4 pp, como reflejo de la mayor presencia en España de rúbricas con tasas interanuales negativas.

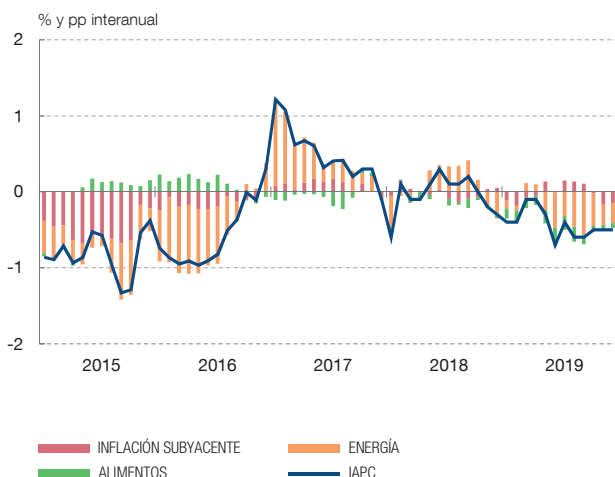
1 IAPC. CONTRIBUCIONES A LA TASA INTERANUAL



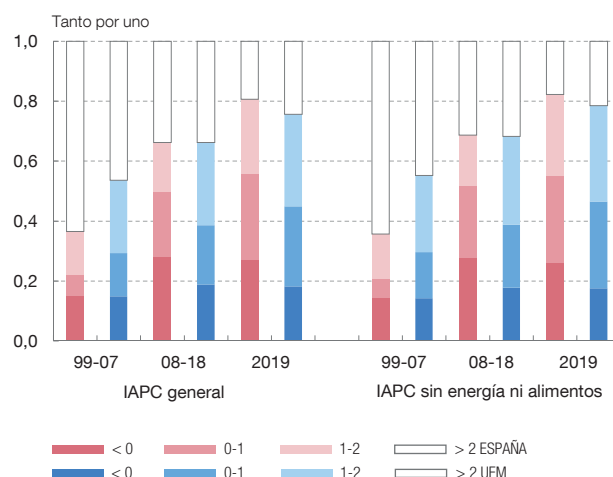
2 INDICADORES DE PRESIONES DE INFLACIÓN (a)



3 CONTRIBUCIONES AL DIFERENCIAL DE INFLACIÓN ENTRE ESPAÑA Y LA UEM



4 PROPORCIÓN DE RÚBRICAS CON TASAS INTERANUALES POR INTERVALOS



**FUENTES:** Comisión Europea, Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

- a Véase Álvarez y Sánchez (2018) para una descripción de los indicadores sintéticos de presiones inflacionistas.
- b Expectativas de inflación de predictores profesionales, empresas, consumidores y swaps de inflación.
- c incluye *Output Gap*, utilización de la capacidad productiva, tasa de paro, variación intertrimestral de la tasa de paro, medida de la brecha de desempleo (*recesión gap*) y variación intertrimestral del PIB y del consumo privado.
- d Incluye costes laborales, márgenes empresariales y precios de producción interior.
- e Precios de bienes importados: productos finales, bienes intermedios y materias primas.

En los últimos años, la inflación subyacente ha seguido una trayectoria bastante más moderada que con anterioridad a la crisis financiera global. Como se aprecia en el gráfico 12, esta moderación vendría determinada por tres tipos de factores<sup>24</sup>: una cierta reducción de las expectativas de inflación de los agentes, y menores presiones externas (ligadas a los precios de las materias primas y al tipo de cambio) e internas (primordialmente, de los precios de producción interior y de precios agrícolas). De hecho, los indicadores que aproximan estas dos últimas variables alcanzaron en 2019 niveles históricamente bajos.

El diferencial de inflación entre España y la zona del euro, medido por el IAPC, se situó en -0,4 pp en promedio anual, tras el diferencial nulo del año anterior. La menor inflación en España en términos del índice general respondería a la mayor presencia de bienes y servicios con variaciones interanuales negativas, como viene siendo habitual desde el inicio de la crisis, y a un menor número de rúbricas con inflaciones superiores al 2 %. Entre los principales componentes, los precios energéticos crecieron en promedio menos en España que en la zona del euro, influidos por el abaratamiento de la electricidad y del gas en nuestro país. Asimismo, los precios de los alimentos mostraron avances más moderados en España, fundamentalmente por el comportamiento de algunas partidas, como el aceite y el tabaco. Sin embargo, la inflación subyacente se comportó de forma similar en ambas zonas, con un diferencial medio anual de 0,1 pp, aunque con cierta variabilidad a lo largo del año. El diferencial positivo del segundo y tercer trimestre se alcanzó tanto en los bienes industriales no energéticos como en los servicios. En la inflación subyacente también se observa una mayor presencia de rúbricas con variaciones negativas en España.

---

24 Para una descripción de estos indicadores, véase Álvarez y Sánchez (2018).

## 7 La desaceleración del empleo

El empleo mostró a lo largo de 2019 una progresiva moderación de su ritmo de avance; finalizó el año con un crecimiento interanual del 2 % (frente al 2,7 % observado a finales de 2018), superando a la desaceleración observada en el PIB (véase gráfico 13). Esta moderación fue similar en términos del empleo de la Encuesta de Población Activa (EPA). Según la información de afiliados, la desaceleración del empleo en 2019 fue generalizada por ramas de actividad, aunque más acusada en la agricultura, hasta un descenso interanual del 2,7 % en diciembre de 2019, y en la construcción, que pasó de mostrar un 6,5 % de avance interanual a finales de 2018 al 2,4 % un año después. La información procedente de la EPA muestra un perfil similar, con mayores caídas del empleo en estas dos ramas. Por tipo de contrato, se observa que el ajuste del empleo se centró en los asalariados con contrato temporal, que disminuyeron un 0,5 % a finales de 2019, frente al avance del 3,9 % de un año antes. Por el contrario, los asalariados indefinidos mostraron una notable fortaleza a lo largo del año, con un crecimiento interanual del 3,4 % a finales de 2019, lo que permitió reducir la ratio de temporalidad hasta el 26,1 %, por encima de los mínimos alcanzados al final de la crisis pero lejos de los máximos registrados en el ciclo expansivo precedente. Por nivel de formación, los ocupados con estudios bajos descendieron un 3 % en el cuarto trimestre de 2019, mientras que se mantuvieron los avances de aquellos con estudios medios (2,3 %) y superiores (3 %).

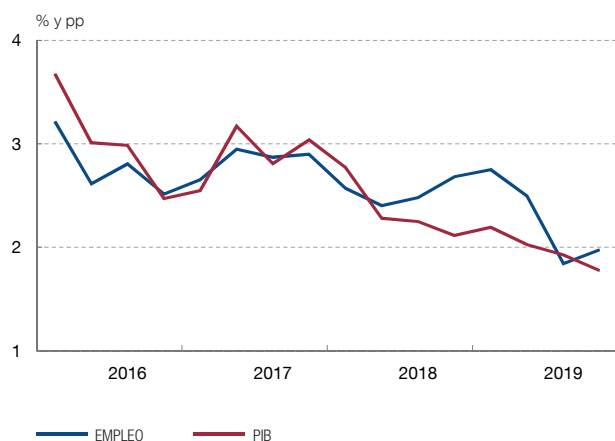
Esta desaceleración del empleo a lo largo de 2019 podría obedecer a diferentes factores, entre ellos, al aumento del 22,3 % del SMI aprobado a principios de año. En este sentido, Lacuesta *et al.* (2019) mostraron un efecto pequeño pero significativo sobre la probabilidad de mantener el empleo de los afectados por la subida del SMI en 2017, que, de trasladarse a la subida de 2019 de cuantía muy superior, habría llevado a un impacto negativo sobre la evolución agregada del empleo. La información individual procedente de la MCVL aún no está disponible para el año 2019, por lo que no es posible estimar el efecto potencial de esta subida sobre la probabilidad de perder el empleo a partir de la definición de un grupo de control que permita aislar los efectos del SMI de otro tipo de perturbaciones que afectan a dicha probabilidad. En esta situación, la información desagregada disponible en los registros de afiliados a la Seguridad Social únicamente permite analizar en qué medida la desaceleración del empleo fue superior (si lo fue) en aquellos colectivos con mayor incidencia del aumento del SMI. Este análisis muestra una mayor desaceleración del empleo entre los menores de 30 años, especialmente en aquellos de entre 16 y 19 años, y una peor evolución del empleo en las CCAA y provincias con más presencia de colectivos con mayor incidencia del SMI. Estas correlaciones tienden a ser estadísticamente significativas cuando se utiliza información más desagregada, a nivel de provincia y grupos quinquenales de edad o provincia y divisiones de actividad, aunque, como se ha mencionado antes, únicamente el análisis de los datos individuales de los trabajadores afectados permitirá descontar el efecto de otros factores adicionales a la subida del SMI que podrían explicar también esta evolución.

El menor crecimiento del empleo en 2019 llevó a un descenso de la tasa de paro inferior al observado en los años precedentes: a finales de 2019 se situó en el 13,8 %, 0,8 pp inferior a la de un año antes, cuando el descenso interanual promedio desde 2014

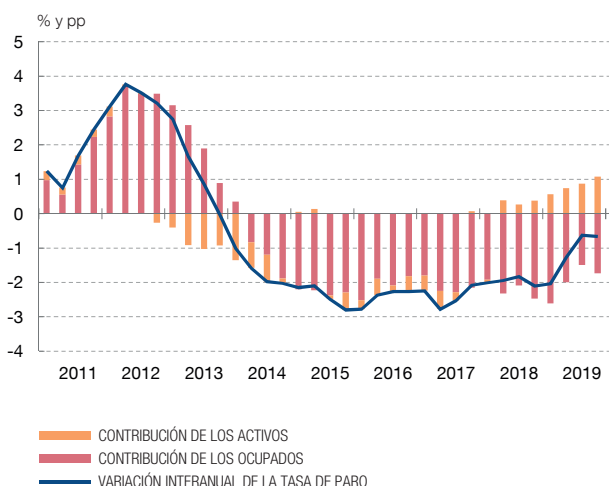
## EVOLUCIÓN DEL EMPLEO Y EL DESEMPLEO

El empleo se desaceleró a lo largo de 2019, hasta un avance interanual del 2 % a finales de año, frente al 2,7 % observado un año antes. Esta moderación en el crecimiento del empleo propició una menor disminución de la tasa de paro. Se situó en el 13,8 % en el cuarto trimestre de 2019, 0,6 pp por debajo de la de finales de 2018, cuando a lo largo del periodo de recuperación el descenso anual había superado los 2 pp por año.

1 PIB Y EMPLEO  
Tasas de crecimiento interanual (%)



2 VARIACIÓN INTERANUAL DE LA TASA DE PARO (%)  
Contribución del empleo y la población activa



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

había superado los 2 pp. El desempleo continuó afectando especialmente, por edades, a los trabajadores más jóvenes (con una tasa del 23,8 % entre los menores de 30 años) y, por nivel educativo, a los de menor formación (27,2 %). El descenso del desempleo desde el final de la crisis no ha impedido que el 43,5 % de los parados lleve más de un año buscando un puesto de trabajo, con el riesgo que esto supone para su empleabilidad. Al menor descenso de la tasa de desempleo en 2019 también habría contribuido el repunte de la población activa, que creció un 1,3 % a finales de 2019, su mayor tasa de crecimiento desde principios de 2009. Este avance se debió al dinamismo de la población extranjera (7,4 %), mientras que la población de nacionalidad española mantuvo la atonía de los años anteriores. En cuanto a la tasa de actividad, continuó con la tónica de estabilidad del pasado reciente, en un contexto en el que las caídas observadas entre los más jóvenes y el progresivo envejecimiento de la población compensan el aumento de la participación de los trabajadores de más edad.

En términos generales, entre enero y mediados de marzo de 2020 se prolongó la tendencia favorable del mercado de trabajo. Sin embargo, los datos diarios de afiliación a la Seguridad Social muestran un impacto muy intenso del cierre de actividades productivas asociado al estado de alarma decretado para combatir el Covid-19. En concreto, entre el 13 de marzo y el 31 de marzo se registró un descenso de 890.635 afiliados. Además, varios millones de ocupados se han acogido a los expedientes de regulación temporal de empleo o a la prestación por cese de actividad de los trabajadores autónomos.

## LA MAYOR RESISTENCIA DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA EN 2019 EN COMPARACIÓN CON EL ÁREA DEL EURO: UNA PERSPECTIVA SECTORIAL

En 2019, la economía española volvió a crecer a un ritmo mayor que la del conjunto del área del euro (AE), ya que, aunque ambas se desaceleraron, la primera lo hizo con menor intensidad. En concreto, el PIB de España avanzó un 2 %, 0,4 pp menos que el año anterior, mientras que la tasa observada en el AE fue del 1,2 %, frente al 1,9 % de 2018. Desde una perspectiva sectorial, la menor pérdida de empuje de la economía española se explica por el mejor comportamiento de la industria<sup>1</sup>, cuyo valor añadido se aceleró en 1,1 pp, hasta crecer un 0,7 %; ello contrasta con su debilitamiento en la UEM, donde registró una contracción de un 1,1 % (véase gráfico 1). Por el contrario, la modesta ralentización de la rama de los servicios en España fue similar en magnitud a la de sus socios europeos. El objetivo de este recuadro es explorar los factores que pueden explicar la mayor resistencia del sector industrial español (y, por extensión, del conjunto de la economía) en comparación con el AE a lo largo de 2019.

La heterogeneidad en la evolución de la actividad entre las distintas ramas de la economía puede obedecer a múltiples factores, uno de los cuales es el comportamiento de la demanda externa. Puesto que el grado de orientación exportadora tiende a ser mayor en las ramas manufactureras que en las de los servicios, cabe esperar que, con carácter general, las primeras reaccionen en mayor medida a las fluctuaciones de la demanda procedente del resto del mundo<sup>2</sup>. En concreto, en 2019 pudo observarse una disminución notable de los intercambios comerciales globales, por lo que a priori ese factor podría haber desempeñado un papel relevante a la hora de explicar un comportamiento comparativamente más desfavorable del sector manufacturero.

Con el propósito de investigar la contribución del grado de exposición exterior a la hora de explicar la debilidad de la actividad industrial del AE (y, eventualmente, su mejor comportamiento en el caso español), se ha calculado, para cada país, el porcentaje del valor añadido de cada rama manufacturera que se vende fuera del mercado doméstico (lo que se conoce como «vocación exportadora»)<sup>3</sup>. Este indicador constituye, por tanto, una medida de la exposición de cada una de esas ramas a una perturbación externa. En términos agregados, la vocación exportadora de las manufacturas españolas se sitúa en un 55 %, 11 pp por debajo del conjunto de la UEM.

Las diferencias son aún más significativas cuando la medida se construye distinguiendo según el destino de las exportaciones sean los demás países del AE o, alternativamente, el resto del mundo. En particular, la vocación exportadora de la industria española hacia países ajenos al AE se sitúa en el 33 %, muy por debajo de la observada en Alemania (52 %), Francia (40 %) o Italia (42 %) —véase gráfico 2—. Por el contrario, la industria española presenta una vocación intra-AE del 22 %, superior en 2-3 pp a la observada en Alemania, Francia e Italia. En un entorno de debilidad del comercio internacional a lo largo de 2019, especialmente intenso en los países de fuera del AE (véase gráfico 3), la menor exposición del sector industrial español a ese agregado geográfico representa un factor diferencial que podría explicar su mayor resistencia en términos relativos frente al resto de los países del AE.

Un análisis más granular de la vocación exportadora muestra que la menor exposición extra-UEM de España es generalizada por destino geográfico y por rama industrial (véanse gráficos 4 y 5). A modo de ejemplo, la exposición a mercados extra-UEM de subsectores como la industria automovilística (C29) o la fabricación de productos electrónicos (C26) es de un 40 % y un 34 % en España, frente al 55 % y 60 % en el conjunto de la UEM. Por su parte, desde la perspectiva de una mayor desagregación geográfica, la vocación exportadora de la industria española hacia China (1,9 %) o Estados Unidos (3,8 %) representa aproximadamente la mitad de la observada para el AE. Estas diferencias dan pie a considerar que, en efecto, la especialización geográfica de sus exportaciones podría haber situado a la industria española en una posición de menor vulnerabilidad frente al deterioro del comercio internacional en 2019.

De hecho, es posible comprobar que la heterogeneidad por ramas y destinos de la vocación exportadora extra-AE de los distintos países del AE constituye un factor explicativo de las diferencias observadas en el grado de desaceleración de la actividad industrial en 2019. En efecto, cuando para las distintas combinaciones de país de origen (del AE) y rama se consideran la vocación exportadora extra-UEM y la evolución de la actividad, aproximada por la variación de la tasa de crecimiento del Índice de Producción Industrial (IPI) entre 2018 y 2019<sup>4</sup>, puede observarse una relación negativa entre ambas variables (véase gráfico 7).

1 En general, el comportamiento de la industria en España es mejor que el de la mayoría de los países de la UEM, y no solo mejor que el agregado, que se ve muy influido por Alemania..

2 En España, se exporta un 55 % de la producción manufacturera, frente a un 15 % en servicios. Estas cifras se elevan, en el caso del AE, a un 65 % y 20 %, respectivamente.

3 En el análisis se utilizan los datos de las tablas *input-output* globales (WIOD, por sus siglas en inglés), que ofrecen información detallada sobre los usos y destinos para un conjunto amplio de países y sectores. Esta información permite calcular medidas de exposición internacional, como la vocación exportadora, sin incurrir en la doble contabilización inherente a medidas basadas en ratios de exportaciones sobre producción. Es decir, la contabilización como exportaciones de productos que se han importado previamente desde otros países como insumos y que, por tanto, no forman parte del valor añadido doméstico que se exporta.

4 En este análisis se ha utilizado el IPI, en lugar de la información de valor añadido procedente de la Contabilidad Nacional, porque ofrece una mayor desagregación sectorial, que permite identificar la relación entre la vocación exportadora y la evolución reciente de las distintas ramas de manufacturas

## Recuadro 1

### LA MAYOR RESISTENCIA DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA EN 2019 EN COMPARACIÓN CON EL ÁREA DEL EURO: UNA PERSPECTIVA SECTORIAL (cont.)

Gráfico 1  
VAB. CRECIMIENTO MEDIO ANUAL Y CONTRIBUCIONES

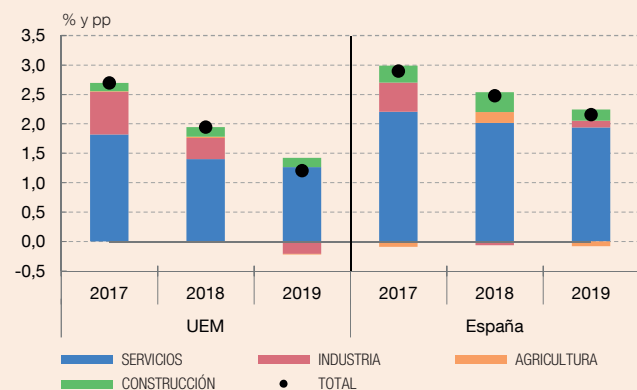


Gráfico 2  
VOCACIÓN EXPORTADORA DE MANUFACTURAS

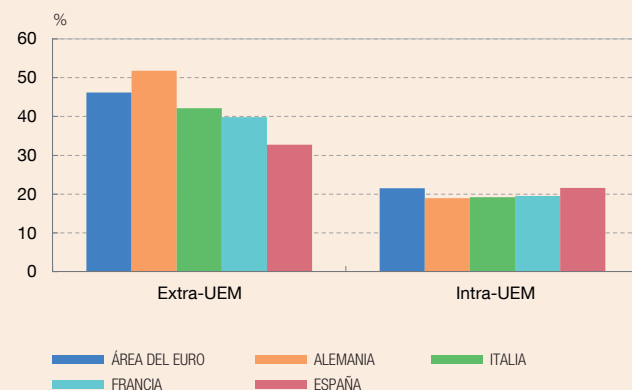


Gráfico 3  
IMPORTACIONES REALES. CRECIMIENTO INTERANUAL

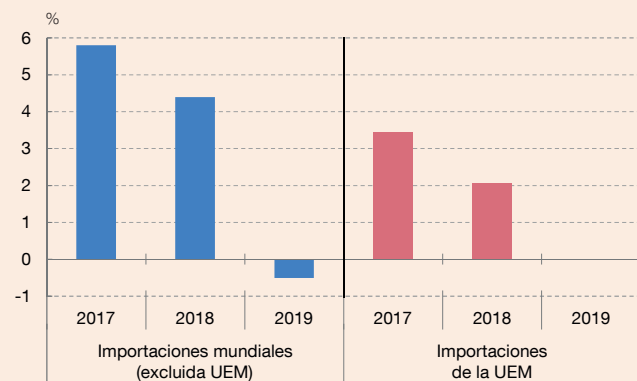


Gráfico 4  
VOCACIÓN EXPORTADORA DE MANUFACTURAS POR DESTINO

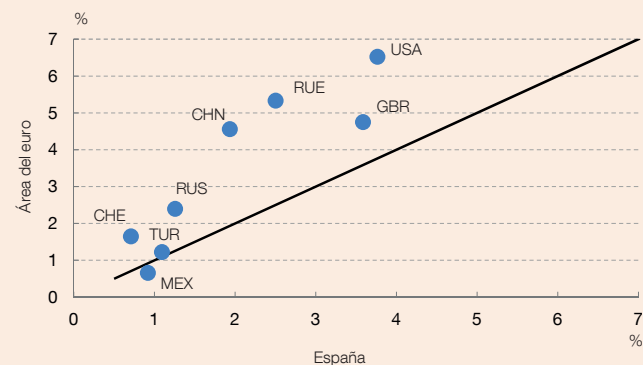


Gráfico 5  
VOCACIÓN EXPORTADORA EXTRA-UEM (a)

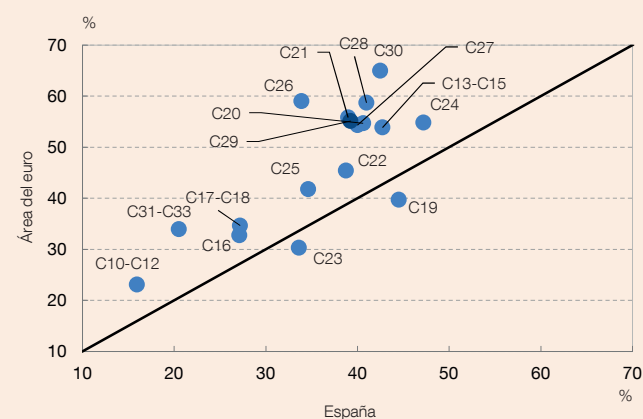
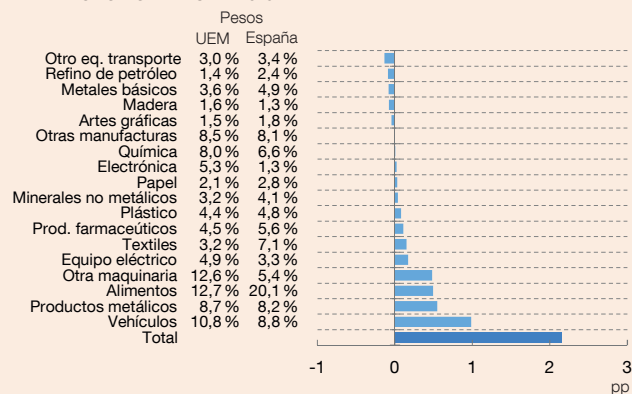


Gráfico 6  
CONTRIBUCIONES A LA VARIACIÓN DEL CRECIMIENTO MEDIO DEL IPI. DIFERENCIAS ESPAÑA-UEM. 2019



FUENTES: Eurostat, OCDE y CPB.

a C10-12: alimentos; C13-15: textiles; C16: madera; C17: papel; C18: artes gráficas; C19: refino de petróleo; C20-21: productos farmacéuticos; C22: plástico; C23: minerales no metálicos; C24: metales básicos; C25: productos metálicos; C26: electrónica; C27: equipo eléctrico; C28: otra maquinaria; C29: vehículos; C30: otro equipo de transporte; C31-33: otras manufacturas.



# LA MAYOR RESISTENCIA DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA EN 2019 EN COMPARACIÓN CON EL ÁREA DEL EURO: UNA PERSPECTIVA SECTORIAL (cont.)

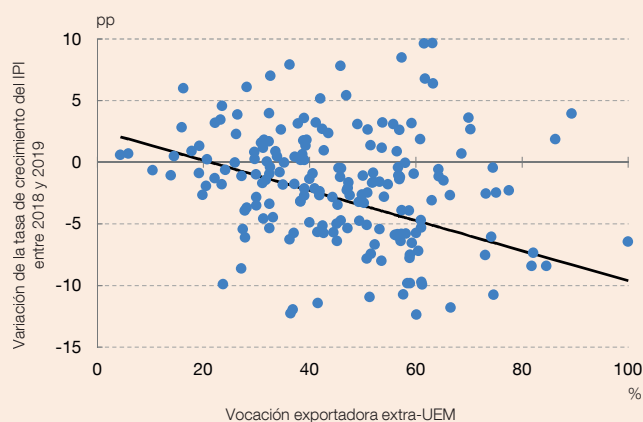
De hecho, un modelo de regresión lineal simple confirma que esta asociación no solo es estadísticamente significativa, sino que además es económicamente relevante, pues la desaceleración del IPI de una rama habría sido 0,15 pp mayor por cada punto porcentual adicional de producción que se exporta a destinos extra-UEM (véase cuadro 1). Además, de acuerdo con los resultados obtenidos, una mayor exposición al mercado intra-AE, que se comportó mejor en términos relativos, ayudaría a explicar una evolución más favorable del sector manufacturero en 2019.

A modo ilustrativo, el crecimiento contrafactual del IPI que se habría observado en España en 2019 si cada una de sus ramas manufactureras mostrara la misma vocación exportadora que su equivalente en el conjunto de la UEM habría sido del 0,8 %, en lugar del 0,9 % observado. En concreto, la rama manufacturera española que resultó más beneficiada por el hecho de presentar su propia vocación exportadora extra-UEM en lugar de la correspondiente al AE habría sido la automovilística. En particular, si el sector del automóvil en España presentara la vocación exportadora del conjunto del AE (22 % intra- y 55 % extra-), la caída de la producción de la rama observada en 2019 no habría sido del 0,1 % sino del 6,8 %, tasa muy próxima a la registrada en el conjunto del AE ( 8,6 %).

En términos agregados, la desaceleración del IPI español entre 2018 y 2019 (de 0,5 pp) fue muy inferior a la observada en el conjunto del AE ( 3 pp). La contribución de la industria automovilística a esa diferencia fue muy elevada (véase gráfico 6)<sup>5</sup>, lo que a su vez está estrechamente relacionado con la heterogeneidad en el comportamiento de los distintos mercados de exportación. En concreto, la producción española de automóviles se vio favorecida por su mayor exposición relativa a los mercados intra-UEM y del Reino Unido, cuya evolución fue comparativamente mejor, mientras que la caída del mercado chino tuvo una incidencia muy reducida en términos relativos, dado el pequeño tamaño de las ventas españolas de coches a ese país. Por último, según datos de la ANFAC<sup>6</sup>, los automóviles fabricados en España ganaron cuota en 2019 en países como Alemania, el Reino Unido o Italia, como consecuencia de la especialización de la producción española en modelos de menor cilindrada, cuya demanda aumentó en términos relativos.

En conclusión, una explicación de la mayor resistencia experimentada por la economía española en comparación con la del AE a lo largo de 2019 vendría dada por la menor exposición de su sector industrial a la debilidad de los mercados extra-UEM y por su mayor dependencia de los mercados intra-UEM.

Gráfico 7  
IPI Y VOCACIÓN EXPORTADORA EXTRA-UEM



Cuadro 1  
REGRESIONES IPI Y VOCACIÓN EXPORTADORA EXTRA-UEM (a)

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
Vocación intra-	...	0,16*	0,24**	0,08	0,20***
	...	(0,08)	(0,09)	(0,06)	(0,07)
Vocación extra-	...	-0,15***	-0,15***	-0,16***	-0,15***
	...	(0,02)	(0,02)	(0,02)	(0,02)
Vocación total	-0,08***	...	...	...	...
	(0,01)	...	...	...	...
Observaciones	206	206	206	206	206
R <sup>2</sup>	0,17	0,32	0,41	0,71	0,77
Efecto país	No	No	Sí	No	Sí
Efecto sector	No	No	No	Sí	Sí

FUENTES: Eurostat y OCDE.

a El cuadro recoge los coeficientes estimados de un modelo de regresión lineal múltiple en el que la variable dependiente es la variación de la tasa de crecimiento del IPI entre 2018 y 2019 para cada país y subsector de manufacturas. Las variables independientes son la vocación exportadora total, intra-UEM y extra-UEM (véase el texto principal). Finalmente, las filas efecto país y efecto sector se refieren a la inclusión o no en el modelo de un conjunto de efectos fijos de país y sector que permiten controlar por heterogeneidad inobservable en ambas dimensiones. Los símbolos \*, \*\*, \*\*\* indican que la cifra a la que acompañan es estadísticamente significativa al 10 %, 5 % y 1 %, respectivamente.

5 La menor desaceleración del IPI de España se explica, principalmente, por la mayor resistencia del sector automovilístico y, en menor medida, de los productos metálicos, maquinaria y alimentación. Si se excluye Alemania del agregado de la UEM, estos productos siguen explicando la mayor parte de las diferencias entre el IPI español y el de la UEM.

6 Asociación Española de Fabricantes de Automóviles y Camiones (<https://anf.ac.com/>).

## Bibliografía

- Álvarez, L. J., e I. Sánchez (2018). «Indicadores sintéticos de presiones inflacionistas», Artículos Analíticos, *Boletín Económico*, 4/2018, Banco de España.
- Banco Central Europeo (2018). *Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro de diciembre de 2018*.
- Banco de España (2016). «El proceso de ajuste de la balanza por cuenta corriente», capítulo 3, *Informe Anual 2015*.
- (2018a). «Evolución reciente y perspectivas de la cuenta del resto del mundo de la economía española», recuadro 5, *Boletín Económico*, 4/2018.
  - (2018b). «La Balanza de Pagos y la Posición de Inversión Internacional de España en 2017», recuadro 1, *Boletín Económico*, 2/2018.
  - (2019a). «Proyecciones macroeconómicas de la economía española (2019-2022): contribución del Banco de España al ejercicio conjunto de proyecciones del Eurosistema de diciembre de 2019», *Boletín Económico*, 4/2019.
  - (2019b). «La desaceleración de la actividad desde una perspectiva sectorial», recuadro 8 del «Informe trimestral de la economía española», *Boletín Económico*, 4/2019.
  - (2019c). «La economía española ante el entorno global incierto. Evolución reciente, perspectivas y retos», capítulo 1, *Informe Anual 2018*.
  - (2020a). *Escenarios macroeconómicos de referencia para la economía española tras el Covid-19*, Artículos Analíticos.
  - (2020b). «Informe trimestral de la economía española», *Boletín Económico*, 1/2020
  - (2020c). «El impacto sobre la compra de coches de la incertidumbre regulatoria», recuadro 8 del «Informe trimestral de la economía española», *Boletín Económico*, 1/2020.
  - (2020d). «Contenido importador de las exportaciones», recuadro 7 del «Informe trimestral de la economía española», *Boletín Económico*, 1/2020.
- Blanco, R. (coordinador) (de próxima publicación). *El mercado de la vivienda en España entre 2014 y 2019*, Documentos Ocasionales, Banco de España.
- Ghirelli, C., M. Gil, J. Pérez y A. Urtasun (2019). *Measuring economic and economic policy uncertainty, and their macroeconomic effects: the case of Spain*, Documentos de Trabajo, n.º 1905, Banco de España.
- Hernández de Cos, P., D. López-Rodríguez y J. J. Pérez (2018). *Los retos del desapalancamiento público*, Documentos Ocasionales, n.º 1803, Banco de España.
- Lacuesta, A., M. Izquierdo y S. Puente (2019). *Un análisis del impacto de la subida del salario mínimo interprofesional en 2017 sobre la probabilidad de perder empleo*, Occasional Papers, n.º 1902, Banco de España
- Menéndez Pujadas, A. (2020). «Encuesta sobre préstamos bancarios en España: enero de 2020», *Boletín Económico*, 1/2020.

## PUBLICACIONES DEL BANCO DE ESPAÑA

### DOCUMENTOS OCASIONALES

- 1601 JAVIER MENCÍA y JESÚS SAURINA: Política macroprudencial: objetivos, instrumentos e indicadores.  
(Existe una versión en inglés con el mismo número).
- 1602 LUIS MOLINA, ESTHER LÓPEZ y ENRIQUE ALBEROLA: El posicionamiento exterior de la economía española.
- 1603 PILAR CUADRADO y ENRIQUE MORAL-BENITO: El crecimiento potencial de la economía española (Existe una versión en inglés con el mismo número).
- 1604 HENRIQUE S. BASSO y JAMES COSTAIN: Macroprudential theory: advances and challenges.
- 1605 PABLO HERNÁNDEZ DE COS, AITOR LACUESTA y ENRIQUE MORAL BENITO: An exploration of real-time revisions of output gap estimates across European countries.
- 1606 PABLO HERNÁNDEZ DE COS, SAMUEL HURTADO, FRANCISCO MARTÍ y JAVIER J. PÉREZ: Public finances and inflation: the case of Spain.
- 1607 JAVIER J. PÉREZ, MARIE AOURIRI, MARÍA M. CAMPOS, DMITRIJ CELOV, DOMENICO DEPALO, EVANGELIA PAPAPETROU, JURGA PESLIAKAITĖ, ROBERTO RAMOS y MARTA RODRÍGUEZ-VIVES: The fiscal and macroeconomic effects of government wages and employment reform.
- 1608 JUAN CARLOS BERGANZA, PEDRO DEL RÍO y FRUCTUOSO BORRALLÓ: Determinants and implications of low global inflation rates.
- 1701 PABLO HERNÁNDEZ DE COS, JUAN FRANCISCO JIMENO y ROBERTO RAMOS: El sistema público de pensiones en España: situación actual, retos y alternativas de reforma. (Existe una versión en inglés con el mismo número).
- 1702 EDUARDO BANDRÉS, MARÍA DOLORES GADEA-RIVAS y ANA GÓMEZ-LOSCOS: Regional business cycles across Europe.
- 1703 LUIS J. ÁLVAREZ e ISABEL SÁNCHEZ: A suite of inflation forecasting models.
- 1704 MARIO IZQUIERDO, JUAN FRANCISCO JIMENO, THEODORA KOSMA, ANA LAMO, STEPHEN MILLARD, TAIRI RÕÕM y ELIANA VIVIANO: Labour market adjustment in Europe during the crisis: microeconomic evidence from the Wage Dynamics Network survey.
- 1705 ÁNGEL LUIS GÓMEZ y M.ª DEL CARMEN SÁNCHEZ: Indicadores para el seguimiento y previsión de la inversión en construcción.
- 1706 DANILO LEIVA-LEON: Monitoring the Spanish Economy through the Lenses of Structural Bayesian VARs.
- 1707 OLYMPIA BOVER, JOSÉ MARÍA CASADO, ESTEBAN GARCÍA-MIRALLES, JOSÉ MARÍA LABEAGA y ROBERTO RAMOS: Microsimulation tools for the evaluation of fiscal policy reforms at the Banco de España.
- 1708 VICENTE SALAS, LUCIO SAN JUAN y JAVIER VALLÉS: The financial and real performance of non-financial corporations in the euro area: 1999-2015.
- 1709 ANA ARENCIBIA PAREJA, SAMUEL HURTADO, MERCEDES DE LUIS LÓPEZ y EVA ORTEGA: New version of the Quarterly Model of Banco de España (MTBE).
- 1801 ANA ARENCIBIA PAREJA, ANA GÓMEZ LOSCOS, MERCEDES DE LUIS LÓPEZ y GABRIEL PÉREZ QUIRÓS: A short-term forecasting model for the Spanish economy: GDP and its demand components.
- 1802 MIGUEL ALMUNIA, DAVID LÓPEZ-RODRÍGUEZ y ENRIQUE MORAL-BENITO: Evaluating the macro-representativeness of a firm-level database: an application for the Spanish economy.
- 1803 PABLO HERNÁNDEZ DE COS, DAVID LÓPEZ RODRÍGUEZ y JAVIER J. PÉREZ: Los retos del despalancamiento público.  
(Existe una versión en inglés con el mismo número).
- 1804 OLYMPIA BOVER, LAURA CRESPO, CARLOS GENTO y ISMAEL MORENO: The spanish survey of household finances (EFF): Description and methods of the 2014 wave.
- 1805 ENRIQUE MORAL-BENITO: The microeconomic origins of the Spanish boom.
- 1806 BRINDUSA ANGHEL, HENRIQUE BASSO, OLYMPIA BOVER, JOSÉ MARÍA CASADO, LAURA HOSPIDO, MARIO IZQUIERDO, IVAN A. KATARYNIUK, AITOR LACUESTA, JOSÉ MANUEL MONTERO y ELENA VOZMEDIANO: La desigualdad de la renta, el consumo y la riqueza en España. (Existe una versión en inglés con el mismo número).
- 1807 MAR DELGADO-TÉLLEZ y JAVIER J. PÉREZ: Institutional and economic determinants of regional public debt in Spain.
- 1808 CHENXU FU y ENRIQUE MORAL-BENITO: The evolution of Spanish total factor productivity since the Global Financial Crisis.
- 1809 CONCHA ARTOLA, ALEJANDRO FIORITO, MARÍA GIL, JAVIER J. PÉREZ, ALBERTO URTASUN y DIEGO VILA: Monitoring the Spanish economy from a regional perspective: main elements of analysis.
- 1810 DAVID LÓPEZ-RODRÍGUEZ y CRISTINA GARCÍA CIRIA: Estructura impositiva de España en el contexto de la Unión Europea.
- 1811 JORGE MARTÍNEZ: Previsión de la carga de intereses de las Administraciones Públicas.

- 1901 CARLOS CONESA: Bitcoin: ¿una solución para los sistemas de pago o una solución en busca de problema? (Existe una versión en inglés con el mismo número).
- 1902 AITOR LACUESTA, MARIO IZQUIERDO y SERGIO PUENTE: Un análisis del impacto de la subida del salario mínimo interprofesional en 2017 sobre la probabilidad de perder el empleo. (Existe una versión en inglés con el mismo número).
- 1903 EDUARDO GUTIÉRREZ CHACÓN y CÉSAR MARTÍN MACHUCA: Exporting Spanish firms. Stylized facts and trends.
- 1904 MARÍA GIL, DANILO LEIVA-LEON, JAVIER J. PÉREZ y ALBERTO URTASUN: An application of dynamic factor models to nowcast regional economic activity in Spain.
- 1905 JUAN LUIS VEGA (COORDINADOR): *Brexit*: balance de situación y perspectivas.
- 1906 JORGE E. GALÁN: Measuring credit-to-GDP gaps. The Hodrick-Prescott filter revisited.
- 1907 VÍCTOR GONZÁLEZ-DÍEZ y ENRIQUE MORAL-BENITO: El proceso de cambio estructural de la economía española desde una perspectiva histórica. (Existe una versión en inglés con el mismo número).
- 1908 PANA ALVES, DANIEL DEJUÁN y LAURENT MAURIN: Can survey-based information help assess investment gaps in the EU?
- 1909 OLYMPIA BOVER, LAURA HOSPIDO and ERNESTO VILLANUEVA: The Survey of Financial Competences (ECF): description and methods of the 2016 wave.
- 1910 LUIS JULIÁN ÁLVAREZ: El índice de precios de consumo: usos y posibles vías de mejora.
- 1911 ANTOINE BERTHOU, ÁNGEL ESTRADA, SOPHIE HAINCOURT, ALEXANDER KADOW, MORITZ A. ROTH y MARIE-ELISABETH DE LA SERVE: Assessing the macroeconomic impact of Brexit through trade and migration channels.
- 1912 RODOLFO CAMPOS y JACOPO TIMINI: An estimation of the effects of Brexit on trade and migration.
- 1913 DUNCAN VAN LIMBERGEN, MARCO HOEBERICHTS, ANA DE ALMEIDA y TERESA SASTRE: A tentative exploration of the effects of Brexit on foreign direct investment vis-à-vis the United Kingdom.
- 1914 MARÍA DOLORES GADEA-RIVAS, ANA GÓMEZ-LOSCOS y EDUARDO BANDRÉS: Ciclos económicos y *clusters* regionales en Europa.
- 1915 MARIO ALLOZA y PABLO BURRIEL: La mejora de la situación de las finanzas públicas de las Corporaciones Locales en la última década.
- 1916 ANDRÉS ALONSO y JOSÉ MANUEL MARQUÉS: Financial innovation for a sustainable economy. (Existe una versión en inglés con el mismo número).
- 2001 ÁNGEL ESTRADA, LUIS GUIROLA, IVÁN KATARYNIUK y JAIME MARTÍNEZ-MARTÍN: The use of BVARs in the analysis of emerging economies.
- 2002 DAVID LÓPEZ-RODRÍGUEZ y M.<sup>a</sup> DE LOS LLANOS MATEA: La intervención pública en el mercado del alquiler de vivienda: una revisión de la experiencia internacional.
- 2003 OMAR RACHEDI: Structural transformation in the Spanish economy.
- 2004 MIGUEL GARCÍA-POSADA, ÁLVARO MENÉNDEZ y MARISTELA MULINO: Determinants of investment in tangible and intangible fixed assets.
- 2005 JUAN AYUSO y CARLOS CONESA: Una introducción al debate actual sobre la moneda digital de banco central (CBDC).
- 2006 PILAR CUADRADO, ENRIQUE MORAL-BENITO and IRUNE SOLERA: A sectoral anatomy of the spanish productivity puzzle.
- 2007 SONSOLES GALLEG0, PILAR L'HOTELLERIE-FALLOIS y XAVIER SERRA: La efectividad de los programas del FMI en la última década.
- 2008 RUBÉN ORTUÑO, JOSÉ M. SÁNCHEZ, DIEGO ÁLVAREZ, MIGUEL LÓPEZ y FERNANDO LEÓN: Neurometrics applied to banknote and security features design.
- 2009 PABLO BURRIEL, PANAGIOTIS CHRONIS, MAXIMILIAN FREIER, SEBASTIAN HAUPTMEIER, LUKAS REISS, DAN STEGARESCU y STEFAN VAN PARYS: A fiscal capacity for the euro area: lessons from existing fiscal-federal systems.
- 2010 MIGUEL ÁNGEL LÓPEZ y M.<sup>a</sup> DE LOS LLANOS MATEA: El sistema de tasación hipotecaria en España. Una comparación internacional.
- 2011 DIRECCIÓN GENERAL DE ECONOMÍA Y ESTADÍSTICA: La economía española en 2019.